

3. Marché des titres de dette

Le ralentissement mondial de l'activité semble avoir freiné la demande de financements internationaux, sur un marché pourtant réceptif. Au deuxième trimestre 2001, les émissions nettes de titres de dette ont régressé à \$260 milliards, en baisse de 15% par rapport aux \$305 milliards du trimestre précédent (tableau 3.1). Le compartiment long (obligations et effets) s'est inscrit en recul et les instruments du marché monétaire ont continué de se replier. Les établissements financiers ont fortement réduit leurs emprunts. Le groupe des marchés émergents a fait exception à cette tendance, avec une poursuite du redressement depuis un quatrième trimestre 2000 particulièrement morose.

En revanche, les annonces d'émissions brutes d'obligations et effets (\$543 milliards) sont restées élevées (tableau 3.2), touchant même un maximum historique pour le premier semestre. Une bonne part des émissions brutes de ces six mois s'explique apparemment par une demande de refinancement, le total des remboursements ayant atteint un chiffre record. Cette demande peut refléter la volonté des emprunteurs de s'assurer des fonds relativement bon marché à un moment où les signatures de second rang avaient difficilement accès au marché du papier commercial.

Recul des émissions nettes dû au tassement de la croissance

Les émissions nettes de titres à long terme (obligations et effets) sont revenues à \$249 milliards au deuxième trimestre 2001, contre \$290 milliards au premier. Les notes à taux variable ont fortement régressé (-27%, à \$57 milliards, leur plus bas depuis le dernier trimestre 1998), de même que les obligations classiques à taux fixe (de \$208 milliards à \$184 milliards). Le volume des émissions brutes d'obligations et effets s'est aussi contracté, non loin cependant de son record absolu (graphique 3.1, partie gauche).

La baisse des émissions nettes d'obligations et effets s'est accompagnée d'un resserrement des marges de crédit sur le long terme (Vue d'ensemble), ce qui porte à croire que cette contraction résulte d'un tassement de la demande de fonds. L'évolution des émissions brutes conforte cette interprétation, puisque les annonces ont diminué pour toutes les catégories de notation

Les émissions nettes de titres à long terme diminuent ...

... en raison d'un tassement de la demande de fonds ...

Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	1999	2000				2001		Encours à fin juin 2001
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Instruments du marché monétaire ¹	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Papier commercial</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Obligations et effets ¹	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>Notes à taux variable</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Titres liés aux actions</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Pays développés	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>États-Unis</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
<i>Japon</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>Zone euro</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
Places franches	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Économies émergentes	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Institutions internationales	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Secteur privé	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Établissements financiers²</i>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Entreprises</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Secteur public ³	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Administrations centrales</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Agences et organismes</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9 ⁴	1 916,6 ⁴
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres établissements financiers. ³ Hors institutions internationales. ⁴ Chiffre préliminaire.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorités nationales; BRI. Tableau 3.1

(graphique 3.1, partie droite) et que la proportion de chacune n'a pratiquement pas varié par rapport au trimestre précédent. Le repli des émissions nettes ne semble donc pas dû à un accès plus restreint au marché, même pour les emprunteurs moins bien notés. Les annonces d'émissions de qualité inférieure sont demeurées à 1% du total, contre près de 20% pour les titres AAA.

... qui entraîne également un recul des financements sur le marché monétaire

Contrairement à ce qui s'est passé pour le long terme, les émissions du marché monétaire reflètent l'influence à la fois de la demande et de l'offre. En termes nets, elles ont encore diminué au deuxième trimestre 2001, pour s'établir à \$10 milliards, contre \$16 milliards au trimestre précédent. Le papier commercial (PC) - principal instrument du marché monétaire - s'est contracté de 57%, à \$7 milliards. Les marchés nationaux du PC ont également continué leur repli, celui des États-Unis ayant subi, entre le premier et le deuxième trimestre 2001, la plus forte baisse de son histoire (-\$68 milliards). Comme indiqué dans le *Rapport trimestriel BRI* de juin 2001, un certain nombre de

déclasserements de crédit avaient contribué au recul des émissions nettes de PC en empêchant plusieurs sociétés d'accéder au marché. La poursuite de cette contraction donne à penser que les abaissements de notation continuent de jouer un rôle, outre la baisse générale de la demande de financement liée au ralentissement économique mondial.

Forte baisse des emprunts des établissements financiers

Les émissions nettes du secteur privé sont revenues de \$248 milliards à \$201 milliards entre le premier et le deuxième trimestre 2001, ce qui explique en grande partie la diminution du total des émissions nettes. La contraction dans le secteur privé est presque entièrement imputable aux établissements financiers, avec \$111 milliards au deuxième trimestre 2001, soit un repli de 28% (40% par rapport aux trois derniers mois de 2000). En revanche, le secteur privé non financier n'a enregistré qu'un faible tassement, de \$95 milliards à \$90 milliards. Cette résistance peut surprendre, compte tenu de la réduction des besoins de financement des sociétés de télécommunications, dont les émissions brutes ont été ramenées de \$49 milliards à \$32 milliards.

La baisse des émissions nettes des établissements financiers explique la diminution globale

Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000			2001		
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
Notes à taux variable	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Obligations classiques à taux fixe	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Titres liés aux actions ¹	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
Dollar EU	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Autres monnaies	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Secteur privé	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
<i>Établissements financiers</i> ²	900,0	1 021,3	251,8	249,6	243,9	274,1	253,0
<i>Entreprises</i>	474,6	479,2	145,5	130,5	103,9	153,5	155,5
<i>dont: télécoms</i>	84,3	115,7	46,7	25,0	19,3	49,2	32,4
Secteur public	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
<i>Administrations centrales</i>	94,0	93,0	18,7	23,7	4,7	28,5	20,8
<i>Agences et organismes</i>	220,2	269,0	48,0	84,0	70,5	97,2	90,8
Institutions internationales	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Émissions effectives	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Remboursements	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

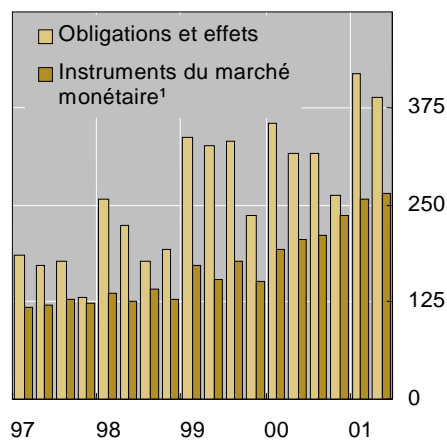
¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. ² Banques commerciales et autres établissements financiers.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau 3.2

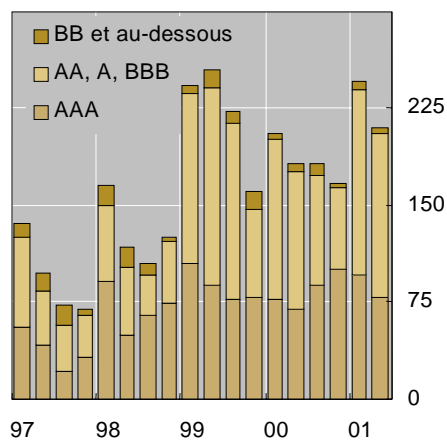
Émissions internationales: annonces, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie



Par notation²



¹ À l'exclusion des titres amortis en cours de trimestre. ² Y compris obligations émises dans le cadre de programmes EMTN.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Graphique 3.1

La contraction des émissions nettes des établissements financiers s'est limitée aux pays développés, notamment aux États-Unis (de \$55 milliards à \$35 milliards) et à l'Allemagne (de \$32 milliards à \$11 milliards). Dans les deux cas, elle est imputable à une diminution des annonces de nouvelles émissions plutôt qu'à une augmentation des remboursements.

Les marchés émergents à contre-courant

Les émissions des marchés émergents augmentent ...

Au deuxième trimestre 2001, les marchés émergents dans leur ensemble ont renforcé leur présence à l'échelle mondiale, portant leurs émissions nettes à \$10 milliards, contre \$6 milliards au précédent. Toutefois, compte tenu des bouleversements qu'ont connus ces économies en juillet (Vue d'ensemble), il est peu probable qu'elles puissent revenir à des niveaux d'emprunts plus normaux. En outre, la hausse a été presque entièrement imputable aux débiteurs d'Asie, dont les émissions nettes sont passées à \$1,2 milliard, après s'être contractées de \$3,3 milliards. À elle seule, la part de la Chine s'élève à \$2 milliards (\$2,3 milliards d'annonces). La Turquie, en revanche, a été totalement absente du marché.

... malgré, dans certains cas, des conditions défavorables

Certains pays émergents ont pu lancer de nouvelles émissions, malgré des conditions défavorables. L'Argentine, par exemple, a échangé \$29 milliards de dettes arrivant à échéance contre des titres à plus long terme. En juillet, la République fédérative du Brésil a collecté ¥200 milliards dans le cadre d'une opération samourai à 2 ans, les obligations étant assorties d'un coupon semestriel de 3,75%.

Le dollar boudé par les émetteurs européens

Le ralentissement économique en Amérique du Nord et en Europe a contribué au recul des émissions nettes en dollars EU ainsi qu'en euros (-20% dans chaque cas). Les agents nord-américains et européens ont réduit leurs emprunts en dollars (jusqu'à un minimum de \$11 milliards pour les seconds), tandis que ceux d'autres régions les ont accrus. Les émissions nettes en euros ont généralement baissé.

Les émissions nettes en dollars et en euros diminuent ...

Le recul brutal des émissions en dollars EU des emprunteurs européens est dû en partie à une diminution des besoins de financement dans les télécommunications. Au deuxième trimestre 2001, les sociétés européennes du secteur, dont les titres sont souvent en dollars, ont particulièrement réduit leurs emprunts, elles aussi.

En revanche, les émissions nettes en yens, après deux trimestres de baisse, se sont fortement redressées dans toutes les régions, à \$11 milliards, avec près de 75% pour l'Europe et le Japon. L'intensification (de -\$3 milliards à \$3 milliards) des emprunts en yens des résidents nippons a coïncidé avec une augmentation générale des émissions nettes au Japon, dont le total est cependant demeuré négatif.

... tandis que la part du yen progresse fortement

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région¹ et monnaie

En milliards de dollars EU

		1999	2000				2001	
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Amérique du Nord	Dollar EU	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	- 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Autres monnaies	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Europe	Dollar EU	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	- 3,5	- 7,7	1,5
	Autres monnaies	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Autres régions	Dollar EU	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,5	4,1
	Autres monnaies	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Total	Dollar EU	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	- 7,0	33,1	32,1	7,9	- 6,0	- 9,4	11,0
	Autres monnaies	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

¹ Selon le pays d'origine de l'émetteur.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau 3.3