

Rapport sur la dette mondiale 2024

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DANS UN CONTEXTE
DE DETTE ÉLEVÉE

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays Membres de l'OCDE.

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Les données statistiques concernant Israël sont fournies par et sous la responsabilité des autorités israéliennes compétentes. L'utilisation de ces données par l'OCDE est sans préjudice du statut des hauteurs du Golan, de Jérusalem-Est et des colonies de peuplement israéliennes en Cisjordanie aux termes du droit international.

Note de la République de Türkiye

Les informations figurant dans ce document qui font référence à « Chypre » concernent la partie méridionale de l'île. Il n'y a pas d'autorité unique représentant à la fois les Chypriotes turcs et grecs sur l'île. La Türkiye reconnaît la République Turque de Chypre Nord (RTCN). Jusqu'à ce qu'une solution durable et équitable soit trouvée dans le cadre des Nations Unies, la Türkiye maintiendra sa position sur la « question chypriote ».

Note de tous les États de l'Union européenne membres de l'OCDE et de l'Union européenne

La République de Chypre est reconnue par tous les membres des Nations Unies sauf la Türkiye. Les informations figurant dans ce document concernent la zone sous le contrôle effectif du gouvernement de la République de Chypre.

Merci de citer cet ouvrage comme suit :

OCDE (2024), *Rapport sur la dette mondiale 2024 : Les marchés obligataires dans un contexte de dette élevée*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/63ccad6c-fr>.

ISBN 978-92-64-37812-4 (imprimé)

ISBN 978-92-64-79024-7 (pdf)

ISBN 978-92-64-89925-4 (HTML)

ISBN 978-92-64-97375-6 (epub)

Crédits photo : Couverture © gyn9038/Getty Images.

Les corrigenda des publications sont disponibles sur : www.oecd.org/fr/apropos/editionsocde/corrigendadepublicationsdelocde.htm.

© OCDE 2024

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes : <https://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.

Avant-propos

La présente publication constitue la première édition du Rapport annuel sur la dette mondiale. Ce nouveau rapport s'intéresse aux marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprise et apporte des éclairages sur la situation actuelle des marchés, ainsi que sur des considérations connexes intéressant l'action publique. Il regroupe les Perspectives sur les emprunts souverains (*Sovereign Borrowing Outlook*), publication antérieurement distincte de l'OCDE, et des chapitres consacrés aux marchés des obligations d'entreprise et aux obligations durables. Le rapport s'appuie sur des données d'enquête primaires recueillies par l'OCDE auprès des autorités nationales, ainsi que sur des travaux d'analyse menés par l'Organisation à partir de sources de données à la fois commerciales et publiques.

Le chapitre 1 présente l'évolution de la dette souveraine durant la période 2008-2024, essentiellement dans les pays de l'OCDE. Il examine les besoins d'emprunt et stratégies de financement, l'évolution du ratio dette/PIB, les coûts d'emprunt et la forme de la courbe des rendements, les charges d'intérêts et les risques de refinancement, ainsi que les effets du resserrement quantitatif sur la base d'investisseurs et la liquidité des marchés. Ce chapitre s'appuie sur les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'OCDE sur l'évolution des marchés primaires, de l'enquête de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État et de l'enquête annuelle sur les besoins d'emprunts souverains des pays de l'OCDE qui ont été réalisées en 2023. Les membres du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette (GTGD) ont en outre directement contribué à son élaboration. Le chapitre ne traite pas des marchés des obligations supranationales et infranationales.

Le chapitre 2 s'intéresse à la façon dont les marchés mondiaux d'obligations d'entreprise, et notamment la qualité du crédit, la base d'investisseurs et la composition géographique et sectorielle, ont évolué en période de conditions financières accommodantes, en vue de recenser les facteurs de vulnérabilité qui sont susceptibles de s'être accumulés. Il étudie dans un deuxième temps les implications que l'évolution du paysage macrofinancier, caractérisée par des inflexions brutales des politiques monétaires, pourrait avoir sur ces marchés en cherchant à identifier d'éventuels risques pesant sur la stabilité financière.

Le chapitre 3 porte sur les principales caractéristiques et tendances du marché des obligations durables. Il vise à éclairer la réflexion des pouvoirs publics sur les objectifs des investisseurs en obligations durables, sur la manière dont ces instruments peuvent influencer sur les décisions des émetteurs du secteur des entreprises comme du secteur public, et sur les mesures qui pourraient être prises pour développer davantage le marché des obligations durables.

Les commentaires et questions peuvent être adressés à la Division des marchés de capitaux et des institutions financières de la Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE (courriel : GlobalDebtReport@oecd.org).

Remerciements

Le Rapport sur la dette mondiale 2024 a été élaboré par la Division des marchés de capitaux et des institutions financières au sein de la Direction des affaires financières et des entreprises (DAF) de l'OCDE, sous la supervision générale du Chef de division, Serdar Çelik.

Le chapitre 1, intitulé « Perspectives sur les emprunts souverains », est le fruit des travaux menés par le Groupe de travail sur la gestion de la dette (GTGD), avec le concours de l'Unité des marchés financiers de la Division des marchés de capitaux et des institutions financières au sein de la DAF. Ces perspectives ont été élaborées par Pietrangelo De Biase et Luca Policino, avec le soutien de Sam Foxall, sous la supervision de la Cheffe d'unité, Fatos Koc. Des retours d'information utiles ont été fournis par les membres du GTGD suivants : Grahame Johnson (président du GTGD, sous-ministre adjoint, Direction de la politique du secteur financier, ministère des Finances, Canada) ; Anthony Linehan (vice-président du GTGD, directeur adjoint, Financement et gestion de la dette, Agence nationale de gestion du Trésor, Irlande) ; Antoine Deruennes (directeur général, Agence France Trésor) ; Davide Iacovoni (directeur général, dette publique, ministère de l'Économie et des Finances, Italie) ; Frederick Pietrangeli (directeur, Bureau de gestion de la dette, Département du Trésor, États-Unis) ; Sir Robert Stheeman (directeur général, Bureau de gestion de la dette, Royaume-Uni) ; Rui Arase (directeur, Office de gestion de la dette et des relations avec les investisseurs, Bureau financier, ministère des Finances, Japon) ; et Tammo Diemer (directeur général, Agence de gestion de la dette, Allemagne). Les auteurs ont en outre bénéficié des commentaires utiles de plusieurs collègues de l'OCDE : Nigel Pain, Alvaro Pina, Carl Magnus Magnusson, Ono Nobukazu et Ane Kathrine Christensen.

Le chapitre 2, « Les marchés de la dette d'entreprise dans un contexte de mutation du paysage macrofinancier », a été rédigé par Carl Magnus Magnusson, Tugba Mulazimoglu, Caroline Roulet et Yun Tang, sous la supervision d'Alejandra Medina, Cheffe par intérim de l'équipe chargée des questions d'économie financière (toutes et tous membres de la Division des marchés de capitaux et des institutions financières au sein de la DAF). Il tient compte des commentaires formulés par les délégués lors de l'examen d'une version préliminaire de ce chapitre par le Comité des marchés financiers de l'OCDE.

Le chapitre 3, « Obligations durables : état du marché et considérations intéressant l'action publique », a été élaboré par Pietrangelo De Biase, Adriana De La Cruz, Caio de Oliveira et Giulio Mazzone, avec le soutien de Valentina Cociancich et Luca Policino (toutes et tous membres de la Division des marchés de capitaux et des institutions financières au sein de la DAF). Il prend en compte les commentaires formulés par les délégués lors de l'examen d'une version préliminaire de ce chapitre par le Comité des marchés financiers et le Comité sur la gouvernance d'entreprise de l'OCDE.

L'équipe a bénéficié de l'appui de Flora Monsaingeon-Lavuri, Greta Gabbarini et Meral Gedik, qui ont fourni des conseils rédactionnels et éditoriaux et apporté leur savoir-faire dans le domaine de la communication. Plusieurs collègues de l'OCDE ont en outre fait part de leurs commentaires sur chacun des trois chapitres : Flore-Anne Messy, Oliver Garrett-Jones, Sam Foxall, Catriona Marshall, John-David Tochon et Juan Pavajeau.

Follow OECD Publications on:



<https://twitter.com/OECD>



<https://www.facebook.com/theOECD>



<https://www.linkedin.com/company/organisation-eco-cooperation-development-organisation-cooperation-developpement-eco/>



<https://www.youtube.com/user/OECDiLibrary>



<https://www.oecd.org/newsletters/>

Éditorial

Les marchés de la dette souveraine et des obligations d'entreprise sont au cœur du système financier international. Ils représentent à eux deux une valeur de près de 100 000 milliards USD, soit à peu près autant que le PIB mondial. Après des décennies d'expansion, ils sont aujourd'hui confrontés au défi le plus important depuis une génération, dans un contexte de mutation rapide du paysage macrofinancier.

La période prolongée de taux d'intérêt historiquement bas qui a permis un accroissement considérable de la dette mondiale et favorisé le développement de segments de marché plus risqués a pris fin. La hausse des taux directeurs, le resserrement quantitatif et l'exacerbation des tensions géopolitiques induisent des effets significatifs. Les besoins de refinancement sont considérables. Les marchés obligataires se caractérisent également aujourd'hui par un nombre croissant d'investisseurs qui sont plus sensibles aux prix.

Ces dynamiques se conjuguent pour générer un défi de taille : s'assurer que les dettes qui étaient maîtrisables dans un environnement de faibles taux d'intérêt lorsque les banques centrales étaient acheteuses ne deviennent pas insoutenables face à cette réalité nouvelle.

Dans le même temps, les besoins d'emprunt n'ont jamais été aussi élevés. Les évolutions démographiques, le ralentissement de la croissance économique et la décarbonation nécessiteront la mobilisation de milliers de milliards de dollars. Y parvenir pourrait bien être l'enjeu central auquel l'économie mondiale sera confrontée.

C'est dans ce contexte que l'OCDE lance ce nouveau rapport annuel qui examine les principaux défis que les responsables de l'action publique rencontrent dans leurs efforts pour assurer le bon fonctionnement des marchés obligataires et la stabilité financière.

Cette première édition s'articule en trois chapitres. Elle dresse un tableau complet de l'évolution des marchés obligataires au cours des deux dernières décennies et tente de recenser les risques et les vulnérabilités qui se sont accumulés au fil des années. Compte tenu des niveaux élevés d'endettement global et de leurs interdépendances intrinsèques, le rapport analyse à la fois le marché de la dette souveraine et celui des obligations d'entreprise. Il étudie également la croissance rapide des marchés des obligations durables et les implications qui en découlent pour l'action publique.

L'économie mondiale, et le monde dans son ensemble, font face à de grands défis. Les marchés obligataires joueront un rôle essentiel en fournissant les financements nécessaires pour les relever. Il est essentiel de faire en sorte qu'ils continuent de fonctionner de manière efficiente, mais l'ampleur de la tâche appelle des politiques efficaces et avisées.

La connaissance est l'un des outils les plus importants dont nous disposons pour réussir : il est beaucoup plus simple d'avancer en terrain difficile muni d'une bonne carte. Ce rapport a pour ambition de fournir une partie de cette carte.



Carmine Di Noia

Directeur des Affaires financières et des entreprises, OCDE

Sigles et abréviations

ALC	Amérique latine et Caraïbes
ASS	Afrique subsaharienne
BCE	Banque centrale européenne
COVID	Coronavirus (COVID-19)
DAF	Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE
DTS	Droits de tirage spéciaux
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provisions
ESG	Facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance
EUR	Euro
FMI	Fonds monétaire international
GBP	Livre sterling britannique
GES	Gaz à effet de serre
GSS	Obligations vertes, sociales et durables
GTGD	Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette
ICMA	International Capital Market Association
IPC	Indice des prix à la consommation
IPC	Indicateurs de performance clés
ISAE	International Standard on Assurance Engagements (Norme internationale sur les missions d'assurance)
ISIN	International Securities Identification Number (Numéro international d'identification des titres)
LSEG	London Stock Exchange Group
MEED	Marchés émergents et les économies en développement
MENA	Moyen-Orient et Afrique du Nord
OAT	Obligations Assimilables au Trésor
OCDE	Organisation de co-opération et de développement économiques
OGD	Organisme de gestion de la dette publique
ONU	Organisation des Nations Unies
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PIB	Produit intérieur brut
PNUE	Programme des Nations Unies pour l'environnement
PRITI	Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure
PRITS	Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
PSPP	Public Sector Purchase Programme
SCN	Système de comptabilité nationale
TBAC	Treasury Borrowing Advisory Committee
UE	Union européenne
USD	Dollar des États-Unis

Résumé

Les emprunts sur le marché de la dette souveraine et des obligations d'entreprise ont fortement augmenté au niveau mondial

La croissance du financement obligataire a été favorisée par les politiques monétaires expansionnistes, et notamment par les mesures d'assouplissement quantitatif, menées depuis la crise financière mondiale de 2008. Cette tendance concerne l'ensemble de l'économie, depuis les émetteurs souverains qui répondent aux besoins accrus de dépenses publiques dans les économies avancées et émergentes jusqu'aux sociétés financières et non financières à l'échelle mondiale. Un environnement de financement favorable après 2008 a ouvert les marchés obligataires à un éventail plus large d'émetteurs, notamment aux États et aux entreprises moins bien notés, favorisant le développement de segments de marché plus risqués. Cela a également contribué à l'émergence du marché des obligations durables. Fin 2023, le volume total de la dette souveraine et de la dette obligataire des entreprises avoisinait les 100 000 milliards USD, soit une ampleur comparable à celle du PIB mondial.

Fin 2023, le montant total de la dette publique des pays de l'OCDE s'élevait à 54 000 milliards USD, soit une hausse de 30 000 milliards USD par rapport à 2008. Cette hausse devrait se poursuivre pour atteindre 56 000 milliards USD en 2024. Les États-Unis représenteront environ la moitié de cette dette, soit deux fois plus qu'en 2008. La part de la dette de la République populaire de Chine (Chine) dans les marchés émergents et les économies en développement a également doublé, atteignant près de 30 % de l'encours total.

Au cours de la même période, l'encours mondial de la dette obligataire des entreprises est passé de 21 000 milliards USD à 34 000 milliards USD. Plus de 60 % de cette hausse est imputable aux sociétés non financières. Des rendements structurellement faibles ont permis aux entreprises moins bien notées d'accéder au marché, ce qui a entraîné une expansion du marché des titres classés dans la catégorie spéculative et une forte dégradation de la note de crédit moyenne pondérée des entreprises à l'échelle mondiale. L'encours de la dette du segment des titres classés dans la catégorie spéculative s'élevait au total à 3 400 milliards USD à la fin de 2023, soit près du double du chiffre de 2008.

L'environnement post-2008 a également vu l'émergence des marchés des obligations durables. Il s'agit d'un segment encore jeune, mais en plein essor. Fin 2023, l'encours des obligations durables émises par les entreprises et par le secteur public atteignait respectivement 2 300 milliards USD et 2 000 milliards USD.

Les émissions obligataires ont atteint des niveaux record pendant la pandémie et restent élevées pour les emprunts souverains

Les marchés obligataires jouent un rôle essentiel en permettant aux pouvoirs publics comme aux entreprises de faire face à des périodes de difficultés financières. Pendant la crise du COVID-19, les émissions d'obligations souveraines et d'entreprise ont atteint des niveaux sans précédent. Toutefois, cette croissance rapide s'est interrompue, voire inversée, sur certains segments des marchés obligataires à partir de 2022, lorsque la politique monétaire a commencé à se resserrer fortement en réponse aux niveaux élevés d'inflation.

Les perturbations économiques et financières provoquées par le déclenchement de la pandémie de COVID-19 ont entraîné un nouvel assouplissement des politiques monétaires déjà accommodantes, avec

une forte expansion des programmes d'achat d'actifs. Au cours de la période 2020-21, les émissions d'obligations souveraines dans la zone OCDE ont culminé à 15 400 milliards USD en 2020, et les émissions souveraines dans les marchés émergents et les économies en développement ont atteint un niveau record en 2021, à 3 200 milliards USD, à la faveur du soutien budgétaire massif et le plus souvent généralisé apporté par les pouvoirs publics aux entreprises et aux ménages. De même, les émissions d'obligations d'entreprise ont culminé en 2020 à 6 900 milliards USD, soit près de 50 % de plus que la moyenne de 2008-19.

Toutefois, l'inversion brutale de la politique monétaire amorcée en 2021-22 pour juguler la hausse de l'inflation a interrompu, voire inversé, cette tendance sur certains segments du marché. Le durcissement considérable des conditions financières a entraîné, en particulier, une contraction des émissions de d'obligations d'entreprise. Si les émissions d'obligations souveraines des pays de l'OCDE ont quelque peu diminué en 2022, reculant d'environ 16 % par rapport à 2021, elles sont restées nettement supérieures à leurs niveaux d'avant la pandémie et devraient battre un nouveau record en 2024. Pour leur part, les émissions d'obligations d'entreprise ont fléchi de 25 % en 2022, pour se rapprocher de la moyenne d'avant la pandémie. L'émission d'obligations d'entreprise de catégorie spéculative a chuté de 74 %. En 2023, les émissions totales et celles d'obligations de catégorie spéculative sont restées proches de leur niveau de 2022.

Les banques centrales ont absorbé une grande partie de l'augmentation des emprunts, mais elles ont commencé à se retirer des marchés obligataires

Les banques centrales ont acheté d'importants volumes de dette souveraine aux marchés. Si les achats de titres de dette des entreprises ont été bien moindres, les programmes d'achat de dette souveraine ont également eu un effet indirect important sur les marchés des obligations d'entreprise en abaissant les coûts d'emprunt. Cependant, alors que les banques centrales ont commencé à se retirer des marchés obligataires en procédant à un resserrement quantitatif, on constate l'émergence d'une base d'investisseurs plus sensibles aux prix.

À la fin de 2023, le ratio agrégé de la dette des administrations centrales rapportée au PIB dans la zone OCDE s'établissait à environ 83 %, soit une augmentation de 30 points de pourcentage par rapport à 2008, même si la hausse de l'inflation, qui a stimulé la croissance nominale du PIB, a contribué à une diminution de plus de 10 points de pourcentage de ce ratio au cours des deux dernières années. Les obligations souveraines détenues par les banques centrales dans la zone OCDE représentent actuellement près de 30 % du PIB. Aussi, le retrait progressif des banques centrales des marchés obligataires à l'échelle mondiale ne se traduira pas simplement par un retour à la structure de marché qui prévalait avant l'assouplissement quantitatif. Malgré l'envolée des emprunts depuis 2008, le niveau des obligations souveraines détenues par le marché en pourcentage du PIB est resté pratiquement inchangé. À mesure que les banques centrales commencent à réduire leurs bilans en opérant un resserrement quantitatif, l'offre nette d'obligations à absorber par le marché au sens large atteindra des niveaux record. De ce fait, une part croissante des obligations sera détenue par des investisseurs plus sensibles aux prix, tels que le secteur financier non bancaire et les ménages.

Le retrait des banques centrales des marchés mondiaux des obligations souveraines aura également des répercussions sur les marchés des obligations d'entreprise. L'assouplissement quantitatif a eu un effet sensible sur les marchés des obligations d'entreprise, faisant baisser les rendements et rendant les émissions moins coûteuses. Le resserrement quantitatif aura l'effet inverse, contribuant encore davantage au durcissement des conditions financières. En outre, certaines banques centrales, notamment la BCE et la Banque du Japon, détiennent également des montants considérables d'obligations d'entreprise, mais dans des proportions bien inférieures à leurs avoirs en dette souveraine.

L'expansion du secteur financier non bancaire est particulièrement visible sur le marché des obligations d'entreprise, où les fonds d'investissement ont considérablement accru leur activité. Aux États-Unis, les fonds d'investissement ont quadruplé leur part de l'encours des obligations de sociétés non financières, qui est passée de 8 % en 2008 à 34 % en 2021, avant de chuter fortement à 23 % en 2022, ce qui témoigne de la sensibilité aux prix de cette catégorie d'investisseurs. À l'échelle mondiale, les fonds à capital variable investis dans des obligations d'entreprise totalisent 8 900 milliards USD. Leur portefeuille net moyen d'obligations d'entreprise est passé de 38 % en 2005 à 51 % en 2023.

Des conditions de financement favorables ont permis aux émetteurs d'obligations de catégorie investissement de prolonger les échéances de leurs emprunts

De nombreux États et entreprises ont su tirer parti des conditions de financement favorables après 2008, en prolongeant les échéances de la dette et en augmentant la part des émissions à taux fixe. Cette stratégie leur a permis d'atténuer l'impact immédiat des fortes hausses des taux directeurs intervenues depuis le début de l'année 2022.

Les emprunteurs souverains des pays de l'OCDE ont prolongé l'échéance moyenne de leurs emprunts d'environ 6 ans en 2008 à environ 8 ans en 2023. En conséquence, plus de la moitié de l'encours total arrivera à échéance après 2027, ce qui réduit l'impact à court terme du cycle de resserrement monétaire actuel sur les charges d'intérêts. Par exemple, les rendements souverains moyens dans la zone OCDE sont passés de 1 % en 2021 à 4 % en 2023, tandis que les frais d'intérêts ont augmenté de seulement 2.3 % à 2.9 % du PIB sur la même période. L'échéance moyenne des obligations d'entreprise de catégorie investissement s'est également prolongée dans la plupart des régions. Aux États-Unis, par exemple, les échéances ont plus que doublé depuis 2000 et dépassaient 10 ans en 2023.

En outre, la grande majorité des obligations souveraines et des obligations d'entreprise sont à taux fixe, ce qui réduit encore l'exposition immédiate aux fluctuations des taux d'intérêt. Globalement, les sociétés financières et non financières des économies avancées et émergentes ont augmenté la part de leurs emprunts à taux fixe au fil du temps.

Des volumes considérables de dette devront être refinancés à court terme

L'isolement partiel vis-à-vis de la hausse des taux d'intérêt n'est que transitoire. Même si l'inflation se rapproche de l'objectif et reste faible, les rendements resteront probablement supérieurs aux niveaux observés au moment de l'émission des emprunts dans la plupart des cas. Sachant que le montant de la dette arrivant à échéance au cours des trois prochaines années demeure considérable, cela générera des tensions financières supplémentaires, surtout dans les économies émergentes.

Environ 40 % des obligations souveraines arriveront à échéance d'ici 2026 à l'échelle mondiale. Il en résultera de nouveaux emprunts sur les marchés, mais l'impact sur les charges d'intérêts est limité parce que les taux à court terme, les taux variables et les instruments indexés sur l'inflation ont déjà été revus à la hausse. Les tensions qui s'exerceront à l'avenir sur les charges d'intérêts proviendront en grande partie des nouveaux emprunts et du refinancement de la dette à taux fixe, qui devraient entraîner une hausse des charges d'intérêts égale à 0.5 % du PIB dans la zone OCDE d'ici à 2026. Cela équivaut, par exemple, aux dépenses annuelles que les pays de l'OCDE consacrent en moyenne à la protection de l'environnement.

En raison de l'allongement des échéances, le profil de refinancement des entreprises dans les économies avancées s'est amélioré au fil du temps. La part de la dette due au cours des trois années à venir équivalait

à 32 % de l'encours total en 2023, contre 37 % en 2008. Toutefois, compte tenu de l'augmentation des emprunts, le montant en question reste considérable, de l'ordre de 8 000 milliards USD au total.

Dans les économies émergentes, la situation des entreprises est plus difficile. La dette arrivant à échéance au cours des trois prochaines années a considérablement augmenté, à la fois en valeur absolue et en pourcentage de l'encours total de la dette, pour s'établir à 51 % en 2023 (4 400 milliards USD). Cette hausse est due en grande partie à la croissance du marché chinois, où les échéances se sont raccourcies. Lorsqu'on examine les marchés émergents hors Chine, la part de la dette arrivant à échéance au cours des trois prochaines années est plus stable, mais s'élevait encore à 48 % fin 2023.

Les principaux risques se concentrent actuellement sur certains segments du marché

Les risques de marché sont surtout présents dans certaines économies avancées présentant des ratios dette/PIB élevés, des pays à faible revenu confrontés à des dégradations de crédit et affichant des écarts de rendement très élevés, ainsi que des entreprises émettrices à faible notation dans certains secteurs, notamment l'immobilier.

L'inflation a fait baisser les ratios dette/PIB, mais elle n'améliore pas les fondamentaux de la viabilité de la dette. Elle peut avoir pour effet initial de réduire les ratios dette/PIB, mais à moyen terme, une inflation élevée tire les ratios dette/PIB vers le haut en raison de primes d'inflation élevées. Plusieurs pays de l'OCDE très endettés risquent donc de se trouver confrontés à une boucle de rétroaction négative associant hausse des taux d'intérêt, ralentissement de la croissance et creusement des déficits, à moins qu'ils ne prennent des mesures audacieuses pour renforcer leur résilience budgétaire.

Le resserrement monétaire rapide observé dans les grandes économies se répercute également sur les notes de crédit des pays à faible revenu et de ceux à revenu intermédiaire de la tranche inférieure, qui ont subi au total 24 révisions à la baisse de leur note de crédit, contre 6 en 2023. Ce chiffre représente près de deux fois la moyenne annuelle des révisions à la baisse et environ la moitié du nombre moyen de révisions à la hausse observées entre 2010 et 2019 pour les pays appartenant à ces catégories de revenu. En Afrique subsaharienne, l'écart de rendement moyen des obligations souveraines à 10 ans par rapport au rendement de référence du Trésor américain est supérieur à 10 %, un seuil clé pour déterminer si un pays est en situation de surendettement.

Dans le secteur des entreprises, les sociétés immobilières connaissent une situation particulièrement tendue. L'endettement global du secteur a plus que triplé depuis 2005, la dette atteignant 13.5 fois le niveau de l'EBITDA en 2022. À l'échelle mondiale, les sociétés immobilières font davantage appel aux marchés obligataires ; leur part dans les émissions totales est environ trois fois supérieure à ce qu'elle était en 2000.

La prise de risque a sensiblement augmenté dans le secteur des sociétés non financières

Les signes d'une dégradation de la qualité de crédit des obligations de sociétés non financières méritent l'attention. Une part de plus en plus importante d'obligations de catégorie investissement de sociétés non financières se situe juste au-dessus du seuil de la catégorie spéculative. Dans le même temps, les caractéristiques de ces émetteurs ont évolué dans la durée. L'endettement moyen des entreprises émettant des obligations notées BBB est nettement plus élevé aujourd'hui qu'il y a 15 ans. Le risque de dynamique de vente à prix bradés en cas de dégradations généralisées est un aspect essentiel à prendre en compte.

La dégradation de la qualité de crédit des entreprises n'est pas seulement le résultat de l'expansion du marché des titres spéculatifs, mais c'est aussi la conséquence d'une concentration croissante des émissions moins bien notées au sein du segment des titres de catégorie investissement. À la fin de 2023, 53 % de l'ensemble des émissions de titres de catégorie investissement par des sociétés non financières étaient notées BBB, la note la plus basse, soit plus du double de la part de 2000. En outre, la part des obligations notées BBB-moins dans le total des émissions BBB a augmenté au fil du temps.

Un autre élément ajoute encore à la complexité de cette dégradation de la qualité de crédit : en 2023, l'endettement moyen d'un émetteur d'obligations noté BBB était supérieur de 44 % à celui de 2008 dans les économies avancées, et de 162 % dans les économies émergentes. À l'échelle mondiale, 42 % des obligations notées BBB étaient émises par des sociétés non financières affichant un ratio dette/EBITDA supérieur à 4 en 2023, contre 11 % en 2008.

Historiquement, les obligations notées BBB-moins avaient la plus faible probabilité d'être déclassées. Outre le fait que les entreprises accordent une attention particulière à leurs indicateurs de qualité de crédit, il est possible que les agences de notation fassent preuve d'une prudence particulière lorsqu'il s'agit de rétrograder ces obligations dans la catégorie spéculative. Compte tenu de l'augmentation de l'endettement au sein de la même catégorie de notation, cette possibilité pourrait avoir des conséquences qui devraient être analysées.

En raison de la taille considérable du segment BBB des sociétés non financières – 4 300 milliards USD à la fin de 2023 –, même un taux de transition relativement faible vers la catégorie spéculative de 5 % signifierait que 58 % des émissions moyennes à cinq ans appartiendraient à la catégorie spéculative à l'échelle mondiale. Il convient de prendre en compte la capacité du marché des titres de catégorie spéculative à absorber ces volumes.

Le risque de dégradations généralisées des notes de crédit est particulièrement important compte tenu de l'évolution de la structure des investisseurs sur les marchés des obligations de sociétés. Les fonds à capital variable spécifiquement classés dans la catégorie investissement détiennent 651 milliards USD de titres notés BBB. Dans un scénario où les révisions à la baisse des notes de la catégorie investissement vers la catégorie spéculative augmenteraient, la possibilité d'une dynamique de vente à prix bradés sur des marchés secondaires non liquides par des investisseurs sensibles aux prix tels que ceux-ci, et d'autres dont les mandats sont fondés sur les notations, constitue un risque important.

Il n'est pas avéré que les émetteurs perçoivent systématiquement un « greenium » pour émettre des obligations durables

Malgré la croissance rapide du marché des obligations durables, il n'est pas avéré que les entreprises bénéficient systématiquement d'une prime pour émettre des obligations durables.

Fin 2023, l'encours des obligations durables émises au niveau mondial atteignait 4 300 milliards USD au total, contre 641 milliards USD il y a cinq ans à peine. L'Europe est la région la plus active sur le marché des obligations durables, tant dans le secteur des entreprises que dans le secteur public. De 2014 à 2023, 45 % des obligations durables émises par des sociétés non financières ont été achetées par des entreprises européennes.

En termes de prix, les investisseurs ne sont pas toujours disposés à payer une prime pour des obligations durables, soit parce qu'ils ne valorisent pas l'impact potentiel de leurs investissements sur la durabilité, soit parce que, s'ils le font, les contrats relatifs aux obligations durables pourraient ne pas créer des engagements crédibles de la part de l'émetteur. Il se peut également que les investisseurs soient prêts à payer une petite prime pour leurs impacts en termes de durabilité, mais les remises liées à la liquidité et les coûts de transaction impliqués dans le processus d'investissement peuvent compenser cela.

Une analyse d'un échantillon de prospectus relatifs à des obligations vertes, sociales et durables (GSS) montre que deux tiers d'entre eux indiquent que le refinancement de projets éligibles existants avec le produit de ces obligations est autorisé, et aucun prospectus n'interdit explicitement cet usage. Concrètement, cela signifie que le produit de nombreuses obligations GSS pourrait ne pas financer un nouveau projet vert ou social. En outre, aucun prospectus d'obligations GSS de l'échantillon ne mentionne une pénalité contractuelle dans le cas où l'émetteur n'utilise pas l'intégralité du produit pour financer ou refinancer des projets éligibles, ce qui peut saper la confiance des investisseurs dans le respect par l'émetteur des engagements liés à la durabilité.

La part des obligations durables vérifiées par des évaluateurs indépendants est passée de moins de la moitié en 2019 aux trois quarts en 2023. Ces prestataires de services vérifient si le contrat obligataire est conforme à une norme spécifique régissant les obligations durables, et ces vérifications peuvent contribuer à assurer aux investisseurs soucieux de la durabilité que leur investissement aura un impact positif sur l'environnement et la société.

Le nouvel environnement de financement appelle une réponse prudente de la part des pouvoirs publics

Un nouveau paysage macroéconomique caractérisé par une inflation plus élevée et des politiques monétaires plus restrictives transforme les marchés obligataires à l'échelle mondiale à un rythme sans précédent depuis des décennies. Cette situation a de profondes répercussions sur les marchés de la dette et la stabilité financière à un moment de nouveaux besoins de financement. Une surveillance attentive et des réponses appropriées des pouvoirs publics sont nécessaires pour garantir que les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprise continuent de fonctionner efficacement.

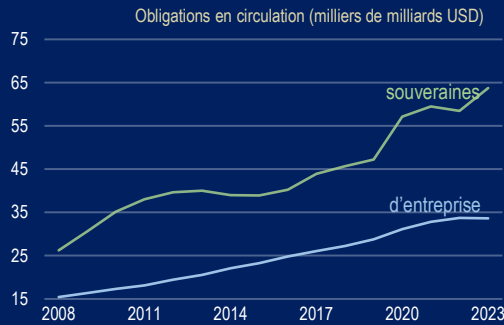
Les gestionnaires de la dette publique sont confrontés à toute une série de défis, notamment à une augmentation continue des besoins d'emprunt dans un contexte où la base d'investisseurs change et où la demande de titres à diverses échéances évolue. Des décisions stratégiques en matière de gestion de la dette sont nécessaires pour assurer la viabilité à long terme de la dette publique. Ces mesures devraient être mises en œuvre avec beaucoup de prudence et en respectant les principes fondamentaux de la gestion de la dette, notamment en assurant la transparence et la prévisibilité tout en préservant la flexibilité des opérations de marché. Il sera également essentiel de surveiller et, dans la mesure du possible, de soutenir activement la liquidité des marchés.

Les autorités de surveillance du marché devraient suivre de près l'évolution des indicateurs de viabilité de la dette des entreprises. L'exposition des fonds d'investissement aux obligations d'entreprises classées dans la tranche inférieure de la catégorie investissement mérite une attention particulière. Compte tenu de la forte croissance de l'encours des obligations notées BBB, même un taux de transition relativement faible vers la catégorie spéculative représenterait une part importante des émissions moyennes de cette catégorie. Une capacité limitée du marché à absorber d'importants volumes supplémentaires d'obligations de catégorie spéculative pourrait entraîner une dynamique de vente à prix bradés, ce qui aurait des conséquences sur la stabilité du marché.

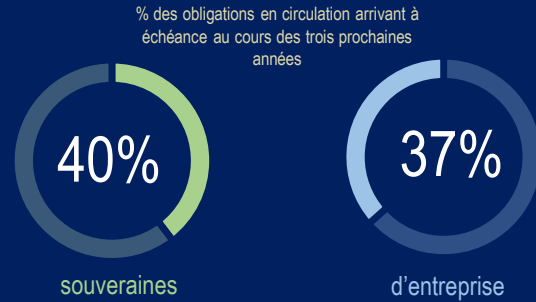
Parallèlement, de nouvelles améliorations doivent être apportées au marché des obligations durables afin d'en améliorer l'efficacité, de préserver les intérêts des investisseurs et de faire de ces obligations un outil efficace de lutte contre le changement climatique. Les autorités de réglementation du marché peuvent soutenir ces objectifs en adoptant des normes relatives aux obligations durables qui obligent les émetteurs à investir dans de nouveaux projets durables qui contribuent à l'additionnalité (nouveaux financements pour le climat, par opposition à la restructuration d'un financement existant) et en imposant des examens externes de ces normes pour s'assurer que les obligations durables produisent les effets positifs escomptés pour la société et l'environnement.

Infographie 1. Principaux faits et chiffres

Les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprise ont connu une croissance significative depuis 2008 et leur valeur actuelle avoisine 100 000 milliards USD

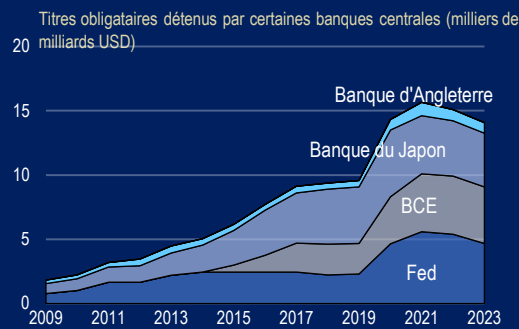


Un volume considérable d'obligations arriveront à échéance au cours des trois prochaines années, et seront pour la plupart refinancées à des taux plus élevés qu'au moment de leur émission initiale

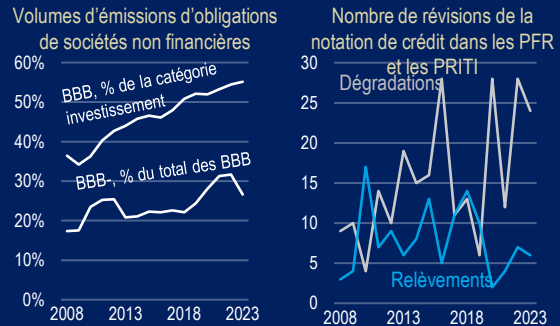


Les banques centrales réduisent leurs bilans par une politique de resserrement quantitatif, liquidant leurs énormes portefeuilles d'obligations

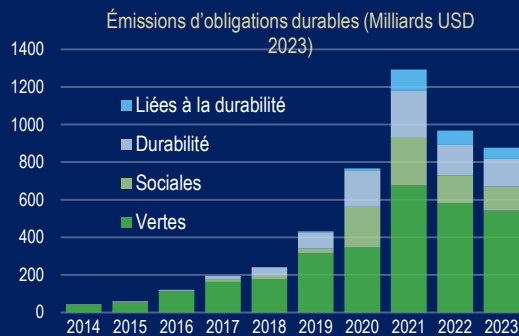
D'où une augmentation du niveau de l'offre à absorber par le marché, ce qui rend les investisseurs plus sensibles aux prix



Les notations de crédit ont été revues à la baisse ces dernières années. On constate une augmentation des émissions d'obligations de sociétés de catégorie investissement moins bien notées et de multiples dégradations des notes de crédit de pays à faible revenu et à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



Les émissions d'obligations durables augmentent et se diversifient rapidement



... mais de nouvelles améliorations sont nécessaires pour accroître l'efficacité du marché des obligations durables et préserver les intérêts des investisseurs



Les contrats d'émission d'obligations GSS permettent souvent le refinancement de projets achevés et ne prévoient pas de pénalités en cas d'utilisation partielle du produit de l'émission pour des projets durables



En 2023, 25 % des émissions n'étaient pas validées par des évaluateurs indépendants



Il n'est pas avéré que les émetteurs perçoivent systématiquement une prime pour émettre des obligations durables