

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.



Extrait de :

Global Debt Report 2024

Bond Markets in a High-Debt Environment

Accéder à cette publication :

<https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2024), « Résumé », dans *Global Debt Report 2024 : Bond Markets in a High-Debt Environment*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/33f7b8ae-fr>

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. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :

<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.