



Rapport sur la dette mondiale 2024

**LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DANS UN CONTEXTE
DE DETTE ÉLEVÉE**



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.

Table des matières

Avant-propos	3
Remerciements	4
Éditorial	9
Sigles et abréviations	10
Résumé	11
1 Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains	19
1.1. Introduction	20
1.2. L'augmentation des emprunts bruts a porté l'encours de la dette à des niveaux record en 2023	21
1.3. Les ratios dette/PIB sont restés globalement stables en 2023, après avoir diminué en 2021 et 2022, et devraient repartir à la hausse en 2024	31
1.4. Les coûts d'emprunt ont augmenté moins vite en 2023 qu'en 2022	35
1.5. Les charges d'intérêts ont augmenté en 2023 et devraient continuer de s'alourdir en 2024	40
1.6. Le resserrement quantitatif accroît les besoins d'emprunt et l'offre nette d'obligations sur les marchés, influant sur la base d'investisseurs et la liquidité des marchés	46
Références	56
Annexe 1.A. Méthodologie de collecte et de classification des données	61
Annexe 1.B. Modèle de décomposition de la dette	66
Annexe 1.C. Calcul du taux d'intérêt effectif	68
Annexe 1.D. Calcul de la dette négociable des marchés émergents et économies en développement (MEED)	70
Notes	71
2 Les marchés de la dette d'entreprise dans un contexte de mutation du paysage macrofinancier	77
2.1. Introduction	78
2.2. Aperçu des évolutions survenues sur les marchés mondiaux d'obligations d'entreprise	79
2.3. Accumulation des risques et des vulnérabilités	86
2.4. Gérer les risques pesant sur la stabilité financière dans un contexte de mutation du paysage macrofinancier	97
Annexe 2.A. Méthodologie de collecte et de classification des données	108
Références	111
Notes	113

3 Obligations durables : État du marché et considérations intéressant l'action publique	115
3.1. Introduction	116
3.2. Tendances	118
3.3. Principaux enjeux	134
Annexe 3.A. Méthodologie de collecte et de classification des données	153
Annexe 3.B. Analyse portant sur l'existence d'une prime pour les obligations durables	156
Annexe 3.C. Impact de l'émission d'obligations durables souveraines sur le marché	159
Références	161
Notes	163

GRAPHIQUES

Graphique 1.1. Besoins d'emprunt, déficit budgétaire et évolution de la dette dans les pays de l'OCDE	22
Graphique 1.2. Emprunts bruts et nets, et besoins de refinancement en pourcentage du PIB	22
Graphique 1.3. Emprunts bruts et risques de refinancement dans les marchés émergents et les économies en développement	24
Graphique 1.4. Écarts de rendement et notes de crédit dans les MEED	25
Graphique 1.5. Composition des instruments d'endettement brut et sources de financement	26
Graphique 1.6. Composition des instruments d'endettement brut	27
Graphique 1.7. Instruments et programmes d'émission visant les particuliers	28
Graphique 1.8. Difficultés rencontrées lors d'émissions récentes et mesures prises par les émetteurs souverains	31
Graphique 1.9. Encours de la dette de l'administration centrale, ratios dette/PIB et composition de la dette dans les pays de l'OCDE	32
Graphique 1.10. Différences méthodologiques et chiffres du ratio dette/PIB	33
Graphique 1.11. Décomposition des variations du ratio dette/PIB dans la zone OCDE	35
Graphique 1.12. Coûts d'emprunt des nouvelles émissions de titres de dette	36
Graphique 1.13. Facteurs d'augmentation des coûts d'emprunt	37
Graphique 1.14. Primes d'échéance correspondant à l'écart de rendement des obligations de référence à 10 ans et à 2 ans	38
Graphique 1.15. Formes des courbes des rendements nominaux et réels dans les pays du G7	39
Graphique 1.16. Évolution des charges d'intérêts des administrations publiques dans la zone OCDE	41
Graphique 1.17. Parts de divers instruments dans l'encours de la dette de la zone OCDE et charges d'intérêts	42
Graphique 1.18. Écart entre les taux d'intérêt effectifs d'obligations à taux réel et d'obligations nominales correspondantes	43
Graphique 1.19. Échéancier rétrospectif de l'encours de la dette de la zone OCDE et des charges d'intérêts	44
Graphique 1.20. ATM, ATR et risques de refinancement dans la zone OCDE	45
Graphique 1.21. Portefeuille de titres d'État des banques centrales et resserrement quantitatif	47
Graphique 1.22. Composition de la base d'investisseurs de la dette souveraine de la zone OCDE	49
Graphique 1.23. Évolution récente de la liquidité et facteurs déterminants	52
Graphique 1.24. Évolution récente des indicateurs de liquidité	53
Graphique 1.25. Spécialistes en valeurs du Trésor admis et facteurs influant sur la rentabilité de leur activité	54
Graphique 1.26. Mesures de soutien à la liquidité des marchés	55
Graphique 2.1. Aperçu des marchés mondiaux d'obligations d'entreprise	80
Graphique 2.2. Croissance et répartition régionale de l'encours des obligations d'entreprise	80
Graphique 2.3. Échéances moyennes pondérées concernant les entreprises de catégorie investissement	81
Graphique 2.4. Part des émissions à taux fixe (par montant)	82
Graphique 2.5. Encours des obligations d'entreprises arrivant à échéance au cours des trois années suivantes, toutes entreprises confondues	83
Graphique 2.6. Titres d'emprunt détenus par certaines institutions financières, 2007 et 2022	83
Graphique 2.7. Part de l'encours des obligations d'entreprise détenue par des fonds d'investissement	84
Graphique 2.8. Fonds à revenu fixe participant au marché des obligations d'entreprise	85
Graphique 2.9. Exposition des fonds d'investissement aux obligations d'entreprise à l'échelle mondiale	86
Graphique 2.10. Indice mondial de notation des obligations d'entreprise	87
Graphique 2.11. Le marché mondial des titres spéculatifs	88

Graphique 2.12. Échéances et remboursements, obligations de catégorie spéculative dans le monde	89
Graphique 2.13. Répartition régionale de l'encours des obligations de catégorie spéculative	90
Graphique 2.14. Dette totale par ratio d'endettement, sociétés non financières cotées	90
Graphique 2.15. Part des sociétés non financières cotées fortement endettées, par région	91
Graphique 2.16. Ratio dette/EBITDA des sociétés non financières cotées, agrégé par secteur	91
Graphique 2.17. Tendances du financement obligataire par les sociétés immobilières	92
Graphique 2.18. Part de la dette détenue par des entreprises à risque dans les différents secteurs	93
Graphique 2.19. Exposition des investisseurs institutionnels à l'immobilier	93
Graphique 2.20. Proportion de sociétés non financières cotées affichant un faible taux de couverture des intérêts	94
Graphique 2.21. Endettement et charges d'intérêts des sociétés non financières cotées	94
Graphique 2.22. Défauts sur obligations d'entreprise et évolution de la notation de crédit	95
Graphique 2.23. Niveaux de liquidité (trésorerie/dette financière) des sociétés non financières cotées à l'échelle mondiale	96
Graphique 2.24. Niveaux de liquidité des sociétés non financières cotées par risque et par secteur, fin 2022	96
Graphique 2.25. Cycles de resserrement des principales banques centrales depuis 1990	97
Graphique 2.26. Titres de dette d'entreprise détenus par les grandes banques centrales	99
Graphique 2.27. Achats nets d'obligations d'entreprise par les banques centrales	99
Graphique 2.28. Conséquences sur le pourcentage d'entreprises cotées et la part de la dette à risque selon différents scénarios de hausse du coût de financement, par région	101
Graphique 2.29. Conséquences sur le pourcentage d'entreprises et la part de la dette à risque selon différents scénarios de hausse du coût de financement, par secteur d'activité	101
Graphique 2.30. Émission au niveau du seuil de la catégorie investissement et différents scénarios de dégradation	103
Graphique 2.31. Probabilité de dégradation en moyenne historique de long terme, par note	103
Graphique 2.32. Évolution des caractéristiques des émetteurs notés BBB (sociétés non financières)	104
Graphique 2.33. Croissance des fonds investis en obligations d'entreprise et exposition aux titres notés BBB, au niveau mondial	105
Graphique 2.34. Exposition des fonds d'investissement à des titres notés BBB au niveau mondial selon leur exposition aux obligations d'entreprise, début 2024	106
Graphique 2.35. Exposition des fonds de titres de catégorie investissement aux obligations d'entreprise et aux titres notés BBB, au niveau mondial	107
Graphique 3.1. Volume global des émissions d'obligations durables, par type d'émetteur	118
Graphique 3.2. Encours des obligations durables par type d'émetteur	119
Graphique 3.3. Volume global des émissions d'obligations durables, par région, 2014-23	119
Graphique 3.4. Volume global des émissions d'obligations durables, par type	120
Graphique 3.5. Obligations durables à court, moyen et long termes	122
Graphique 3.6. Durée de vie moyenne pondérée	122
Graphique 3.7. Obligations GSS et obligations liées à la durabilité remboursables par anticipation, 2014-23	123
Graphique 3.8. Volumes des émissions d'obligations durables des entreprises	124
Graphique 3.9. Part des obligations durables dans l'émission obligataire des entreprises, par région, 2019-23	124
Graphique 3.10. Distribution des émissions d'obligations d'entreprise, entre sociétés cotées et non cotées, 2022-23	125
Graphique 3.11. Répartition sectorielle des émissions d'obligations durables, 2019-23	125
Graphique 3.12. Volume des émissions d'obligations durables du secteur public	127
Graphique 3.13. Base des investisseurs en obligations durables telle que définie à partir des informations librement accessibles	128
Graphique 3.14. Base des investisseurs en obligations GSS et classiques, par région et par type d'investisseur	129
Graphique 3.15. Comparaison des actifs gérés par des fonds traditionnels et des fonds considérés comme durables	130
Graphique 3.16. Frais fixes de gestion des fonds à revenu fixe durables et traditionnels	131
Graphique 3.17. Émission d'obligations durables fondées sur différentes normes et taxonomies	133
Graphique 3.18. Écart moyen de rendement à l'échéance entre obligations classiques et obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes	140
Graphique 3.19. Rendement à l'échéance des obligations classiques et des obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes, 2014-23	140
Graphique 3.20. Écart moyen de rendement entre obligations classiques et obligations durables	140
Graphique 3.21. Taux de souscription moyen dans le cas d'obligations vertes et d'obligations classiques équivalentes	141

Graphique 3.22. Motifs incitant les pays de l'OCDE et les pays candidats à l'adhésion à prendre en considération les facteurs de durabilité dans le cadre de leurs activités de gestion de la dette	142
Graphique 3.23. Émission d'obligations durables avec (sans) recours à un prestataire indépendant	143
Graphique 3.24. Hausse maximum du taux du coupon attaché à des obligations liées à la durabilité	146
Graphique 3.25. Médiane et plage du taux de croissance annuel du montant des émissions d'obligations vertes	148
Graphique 3.26. Augmentation du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financières	149
Graphique 3.27. Tendances du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financière dans une sélection de pays	150
Graphique 3.28. Écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations durables et d'obligations classiques correspondantes du secteur public	151
Graphique 3.29. Différences entre obligations durables et obligations classiques correspondantes en termes d'écart entre les cours acheteur et vendeur	152
Graphique d'annexe 3.C.1. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur public	159
Graphique d'annexe 3.C.2. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur des entreprises	160

TABLEAUX

Tableau 3.1. Affectation du produit des obligations GSS, 2014-23	120
Tableau 3.2. Indicateurs clés de performance (KPI) associés aux obligations liées à la durabilité, 2019-23	121
Tableau 3.3. Part des obligations durables dans l'ensemble des obligations d'entreprise, par secteur	126
Annexe Tableau 3.B.1. Appariement entre obligations GSS et obligations classiques pour des émissions de titres d'État sur le marché primaire	156
Annexe Tableau 3.B.2. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur public	157
Annexe Tableau 3.B.3. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – Secteur public	158
Annexe Tableau 3.B.4. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur des entreprises	158
Annexe Tableau 3.B.5. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – secteur public	158

Suivez les publications de l'OCDE sur :



<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.

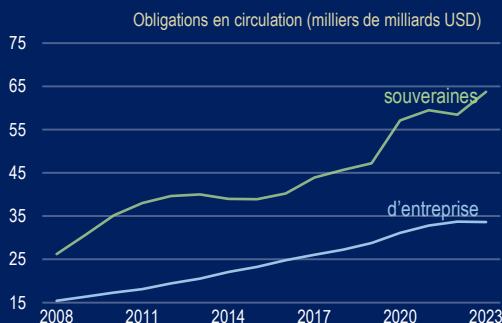
Les gestionnaires de la dette publique sont confrontés à toute une série de défis, notamment à une augmentation continue des besoins d'emprunt dans un contexte où la base d'investisseurs change et où la demande de titres à diverses échéances évolue. Des décisions stratégiques en matière de gestion de 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.

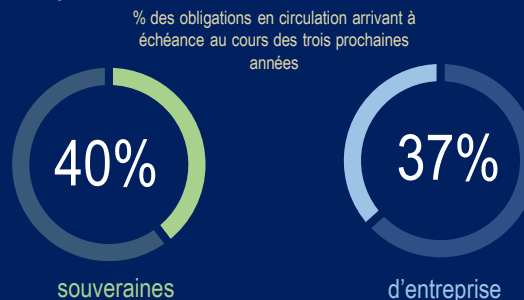
Parallèlement, de nouvelles améliorations doivent être apportées au marché des obligations durables afin d'en améliorer l'efficacité, de préserver les intérêts des investisseurs et de faire de ces obligations un outil efficace de lutte contre le changement climatique. Les autorités de réglementation 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

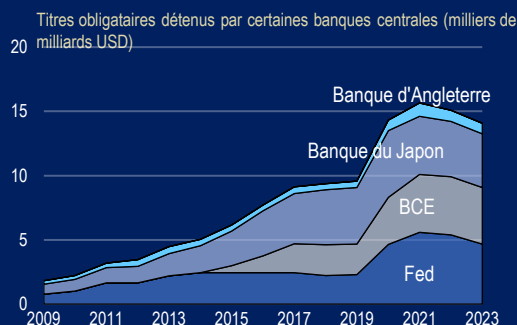


Un volume considérable d'obligations arriveront à échéance au cours des trois prochaines années, et seront pour la plupart refinancées à des taux plus élevés qu'au moment de leur émission initiale



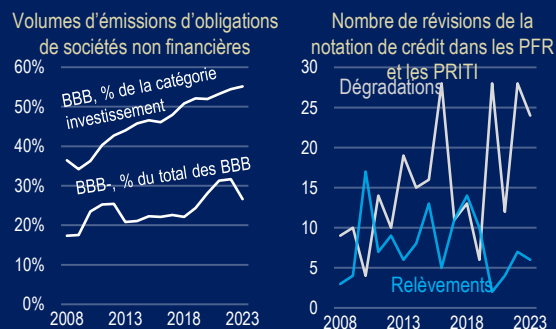
Les banques centrales réduisent leurs bilans par une politique de resserrement quantitatif, liquidant leurs énormes portefeuilles d'obligations

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

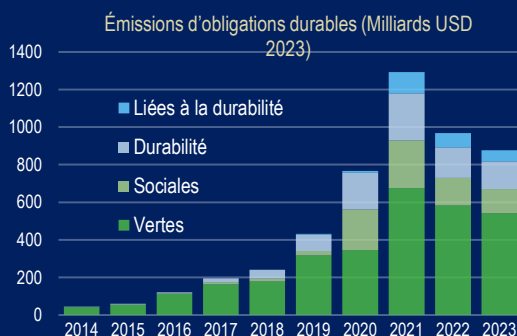


Les notations de crédit ont été revues à la baisse ces dernières années

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

1

Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains

Les emprunts bruts dans la zone OCDE ont augmenté en 2023, après avoir diminué au cours des deux années précédentes, et devraient franchir un niveau record en 2024, dépassant le précédent pic atteint au plus fort de la pandémie de COVID-19. Cet essor a porté l'encours de la dette souveraine à des niveaux sans précédent, mais les ratios dette/PIB sont restés relativement stables, car les augmentations des emprunts ont été largement compensées par l'impact de l'inflation sur le PIB nominal.

Bien que le coût de l'emprunt augmente pour la troisième année consécutive, les finances publiques des pays de l'OCDE sont en partie protégées de la hausse des taux en raison de l'allongement des échéances depuis 2008. Dans le même temps, alors que les banques centrales ont commencé à réduire leurs portefeuilles d'obligations souveraines, l'offre nette à absorber par le marché atteint des niveaux record.

1.1. Introduction

Ce chapitre étudie l'évolution de la dette souveraine sur la période 2008-24, en se concentrant sur la zone OCDE. On y examine les besoins et stratégies de financement, l'évolution du ratio dette/PIB, les coûts d'emprunt et les courbes de rendement, les charges d'intérêts et les risques de refinancement, ainsi que les effets de la réduction du bilan des banques centrales sur la base d'investisseurs et la liquidité des marchés. Ce chapitre s'appuie principalement sur les réponses reçues à une enquête annuelle sur les titres de dette négociables des administrations centrales. Il contient des données jusqu'en 2022, avec des estimations pour 2023 et des projections pour 2024. L'Annexe 1.A livre des précisions sur la méthodologie.

Principales conclusions

- **Les emprunts bruts dans la zone OCDE sont passés de 12 100 milliards USD en 2022 à 14 100 milliards USD en 2023** et devraient encore augmenter pour atteindre 15 800 milliards USD en 2024, soit le niveau le plus élevé jamais enregistré, dépassant le précédent record de 2020. Les États-Unis représentaient près des deux tiers du total de 2023, principalement du fait de l'émission de nouveaux emprunts.
- **Les emprunts à court terme sous forme de bons du Trésor représentaient 50 % des emprunts bruts en 2023 et devraient atteindre un sommet historique de 51 % en 2024.** Cette augmentation est principalement imputable à un petit groupe d'émetteurs.
- **L'encours de la dette négociable des pays de l'OCDE est passé de 40 000 milliards USD en 2019 à 54 000 milliards USD en 2023 et devrait atteindre un nouveau record de 56 000 milliards USD en 2024.** Le ratio dette/PIB est resté stable aux alentours de 83 % en 2023, soit un niveau encore bien supérieur à celui d'avant la pandémie (73 %), même si l'inflation, qui a stimulé la croissance du PIB nominal, l'a réduit de plus de 10 points de pourcentage en 2022-23.
- **Le coût des nouveaux emprunts dans la zone OCDE est passé en moyenne de 1 % en 2021 à 4 % en 2023, tandis que les charges d'intérêts ont augmenté de 2.3 % à 2.9 % du PIB sur la même période.** Le rallongement de l'échéance moyenne de la dette publique des pays de l'OCDE isole en partie les finances publiques des hausses de rendement. Toutefois, ce sursis n'est que temporaire et, d'ici à 2026, le seul refinancement de la dette à taux fixe devrait se traduire par une augmentation des charges d'intérêts de 0.5 % du PIB par rapport à 2023.
- **La prime d'échéance moyenne dans la zone OCDE s'est repliée à un niveau proche de zéro en 2023, un niveau historiquement bas,** et les courbes de rendement présentent des niveaux d'inversion variables. Cela a une incidence sur l'arbitrage entre les coûts et les risques pour les émetteurs souverains : les taux fixes peuvent sembler économiques, mais ils peuvent entraîner le verrouillage de rendements plus élevés.
- **Les banques centrales réduisent leurs portefeuilles d'obligations souveraines, ce qui accroît le niveau de l'offre à absorber par le marché et modifie la base d'investisseurs pour la dette souveraine,** avec pour conséquence qu'une part croissante de la dette est détenue par des investisseurs plus sensibles aux prix. En outre, les pertes subies par les banques centrales en raison du resserrement monétaire réduisent leurs envois de fonds au Trésor ou déclenchent des appels à indemnisation, ce qui augmente les besoins d'emprunt.
- **La liquidité des marchés des obligations d'État est restée globalement inchangée en 2023, après s'être dégradée en 2022.** Elle continue d'être influencée principalement par la capacité de stockage des spécialistes en valeurs du Trésor, l'évolution de la base

d'investisseurs et l'incertitude macroéconomique et géopolitique. Les émetteurs souverains prennent diverses mesures pour soutenir la liquidité du marché, les plus efficaces étant l'utilisation des titres existants, les opérations de rachat et de conversion, et les facilités de prêt de titres.

- **Les émissions d'obligations souveraines dans les marchés émergents et les économies en développement sont passées de 3 000 milliards USD en 2022 à 3 900 milliards USD en 2023, dépassant le pic de 2021.** La part de la Chine dans les emprunts s'est accrue de 15 % en 2021 à 37 % en 2023.
- **Les notes de crédit des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire de la tranche inférieure se sont détériorées en 2023,** les pays de ces groupes ayant fait l'objet de 24 révisions à la baisse contre 6 révisions à la hausse.

1.2. L'augmentation des emprunts bruts a porté l'encours de la dette à des niveaux record en 2023

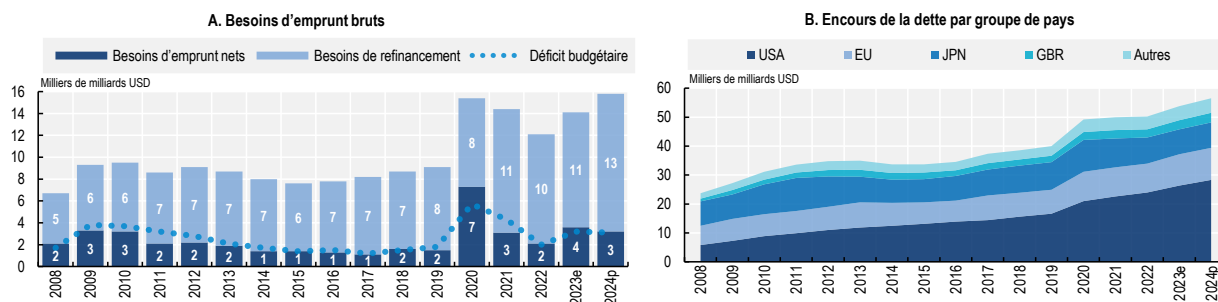
La baisse des emprunts bruts des pays de l'OCDE en 2021 et 2022 s'est interrompue en 2023. Après avoir culminé à 15 400 milliards USD en 2020, ils ont été ramenés à 12 100 milliards USD en 2022, les estimations faisant état d'une hausse à 14 100 milliards USD en 2023 (Graphique 1.1, partie A). La projection de 15 800 milliards USD pour 2024 dépasserait le pic atteint pendant la pandémie, et marquerait une hausse de près de 45 % et 25 % en termes réels par rapport aux niveaux de 2019 et 2022, respectivement. L'Encadré 1.1 étudie ces tendances pour les marchés émergents et les économies en développement (MEED).

Les besoins d'emprunt bruts correspondent aux besoins d'emprunt nets et aux besoins de refinancement, les premiers étant à l'origine de l'augmentation du chiffre brut en 2023. Les emprunts nets ont culminé en 2020 à 7 300 milliards USD, avant de refluer à environ 2 100 milliards USD en 2022, soit un niveau proche de celui d'avant la pandémie. Toutefois, la hausse des dépenses, notamment au titre de la sécurité sociale et des mesures liées au coût de la vie, a inversé cette tendance à la baisse observée depuis deux ans (OECD, 2023^[1]) ; d'après les estimations, les emprunts nets devrait augmenter pour avoisiner 3 600 milliards USD en 2023, avant de diminuer légèrement pour s'établir à 3 200 milliards USD en 2024. Le fait que les niveaux d'emprunt nets soient désormais plus étroitement alignés sur les déficits budgétaires donne à penser que les soldes de trésorerie se sont quelque peu normalisés, après être montés en flèche pendant la pandémie¹.

Les besoins de refinancement devraient être le principal moteur de l'augmentation des emprunts bruts en 2024. Ils s'élevaient à environ 7 000 milliards USD avant la pandémie, mais ils ont dépassé les 10 000 milliards USD depuis 2021, avec un pic prévu de 12 600 milliards USD en 2024. Ce niveau record prévu est attribué à l'augmentation des emprunts à court terme, qui doivent être refinancés dans un délai d'un an, au cours de la période 2023-24.

Sous l'effet de l'augmentation du besoin de financement, l'encours de la dette de la zone OCDE devrait atteindre 54 000 milliards USD en 2023 et continuer de croître pour s'établir à 56 000 milliards USD en 2024 (Graphique 1.1, partie B). En ce qui concerne les émetteurs, la part des États-Unis dans l'encours de la dette de l'OCDE a sensiblement augmenté ces dernières années, pour représenter près de la moitié du total en 2023. La part de l'UE est de 20 %, celle du Japon de 16 %, celle du Royaume-Uni de 6 %, les autres pays de l'OCDE réunis représentant 9 %. D'importants changements se sont produits au fil du temps, la part des États-Unis ayant augmenté de 7 points de pourcentage depuis 2019 et doublé depuis 2008. Cette hausse est due non seulement à la croissance de la dette américaine, mais aussi à l'appréciation du dollar des États-Unis².

Graphique 1.1. Besoins d'emprunt, déficit budgétaire et évolution de la dette dans les pays de l'OCDE

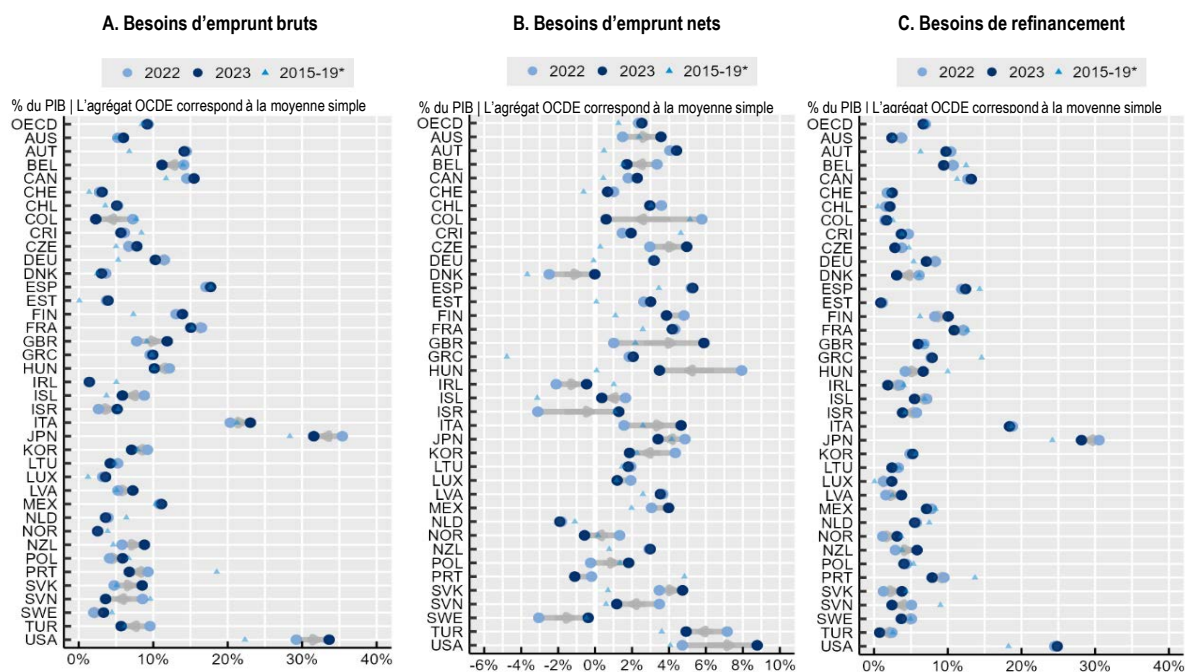


Note : « 2023e » correspond à des estimations et « 2024p » à des projections.

Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG; (OECD, 2023^[1]); (IMF, 2023^[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

L'augmentation de l'endettement brut dans la zone OCDE est principalement le fait de quelques grands émetteurs, car on estime que davantage de pays ont connu une diminution du ratio de l'endettement brut au PIB qu'une augmentation. Dans seulement 10 pays de l'OCDE, la hausse devrait être supérieure à 1 point de pourcentage en 2023 ; cela inclut les grands émetteurs comme les États-Unis, l'Italie et le Royaume-Uni. Parallèlement, une baisse supérieure à 1 point de pourcentage est envisagée pour 12 pays, dont l'Allemagne, la France et le Japon (Graphique 1.2, partie A). Par rapport à leurs moyennes de 2015-19, des augmentations supérieures à 5 points de pourcentage de ce ratio sont envisagées pour l'Allemagne, l'Autriche, les États-Unis et la Finlande.

Graphique 1.2. Emprunts bruts et nets, et besoins de refinancement en pourcentage du PIB



Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG; (OECD, 2023^[1]); (IMF, 2023^[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

Les niveaux d'emprunts nets varient considérablement d'un pays à l'autre, la moyenne de l'OCDE demeurant stable aux alentours de 2.5 % du PIB en 2023, soit environ 1 point de pourcentage de plus que les moyennes de 2015-19 (Graphique 1.2, partie B). On estime que les ratios des emprunts nets rapportés au PIB vont sensiblement augmenter en 2023 au Royaume-Uni, où une hausse de 5 points de pourcentage sera en grande partie imputable au financement de mesures liées au coût de la vie ; en Israël, où la hausse de 4 points de pourcentage sera due en partie au conflit au Moyen-Orient ; et en Italie, où la hausse de 3 points de pourcentage sera principalement due à des réductions d'impôts et à de nouvelles dépenses. C'est en Colombie et en Hongrie que l'assainissement budgétaire a entraîné les baisses les plus marquées (OECD, 2023^[1]).

Si l'augmentation soutenue des emprunts nets pose des problèmes budgétaires, des excédents budgétaires faibles et persistants peuvent soulever certaines préoccupations, comme l'accès des pouvoirs publics au financement par l'emprunt et la viabilité à long terme du marché des titres d'État. Ces dernières années, des pays comme le Danemark, l'Irlande, la Norvège et la Suède ont affiché des excédents budgétaires persistants (Graphique 1.2, partie B), ce qui pourrait poser des problèmes pour élaborer des courbes de rendement sans risque de crédit et soutenir la liquidité des marchés des titres d'État. Lorsque l'offre de titres d'État est limitée en raison de la diminution de la dette publique, ces titres pourraient devenir moins liquides et plus coûteux. Une dégradation de la liquidité et de l'efficacité des titres d'État réduit leur intérêt en tant que référentiel pour le taux d'intérêt sans risque et pour la fixation des prix et les positions de couverture sur d'autres marchés. En outre, les besoins de financement de l'État, qui pourraient temporairement disparaître, pourraient resurgir, ce qui entraînerait des difficultés d'accès au marché en période de besoins d'emprunt accrus (Bjellerup et Rådahl, 2023^[3]). Enfin, des volumes de marché plus faibles peuvent affecter la viabilité des modèles économiques des spécialistes en valeurs du Trésor, qui peuvent jouer un rôle déterminant pour l'accès au marché.

Les besoins de refinancement dans l'ensemble de la zone OCDE sont restés globalement stables en 2023, mais ont sensiblement augmenté dans certains pays depuis la pandémie (Graphique 1.2, partie C). À la différence des nouveaux emprunts, les besoins de refinancement ne sont pas soumis à des fluctuations budgétaires immédiates, mais sont plutôt liés à la taille et à la composition des portefeuilles de dettes. En 2023, les ratios besoins de refinancement/PIB de la zone OCDE sont restés globalement conformes aux moyennes de 2015-19. Les États-Unis et le Japon se distinguent et devraient contribuer à une envolée des besoins de refinancement de la zone OCDE de 5 000 milliards USD entre 2019 et 2024.

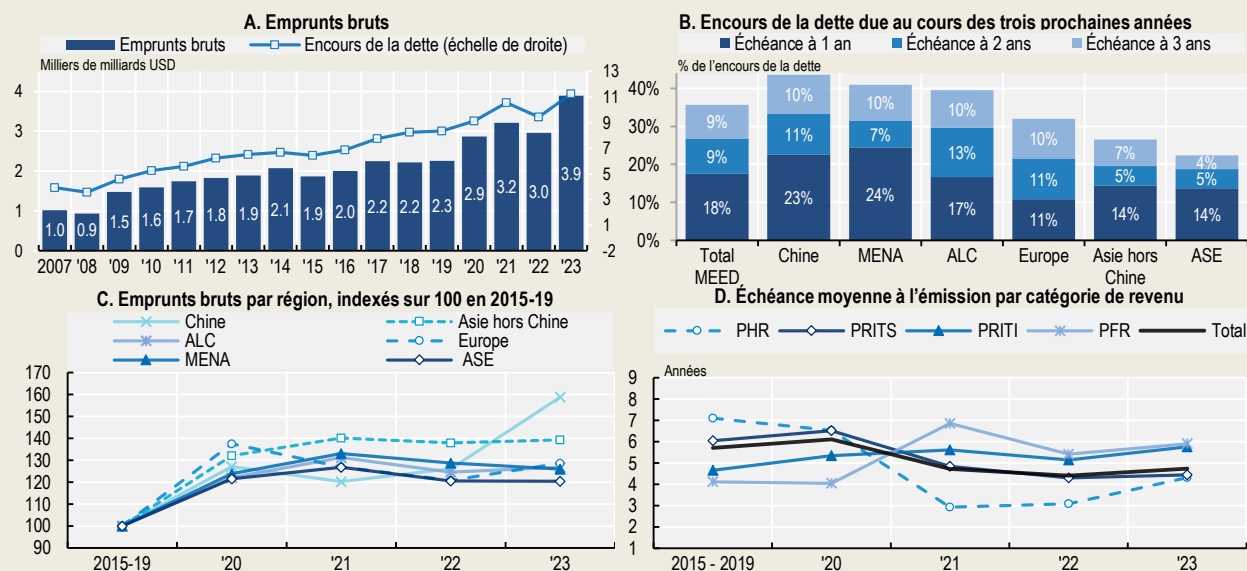
Encadré 1.1. Évolution des émissions de dette souveraine dans les marchés émergents et les économies en développement

Les émissions de dette des administrations centrales dans les marchés émergents et les économies en développement sont passées de 3 000 milliards USD en 2022 à 3 900 milliards USD en 2023, dépassant le pic de 3 200 milliards USD enregistré en 2021 (Graphique 1.3, partie A). Cette hausse est portée par la République populaire de Chine (Chine), dont le montant des émissions obligataires a plus que doublé en 2023 par rapport à 2022 en raison de l'augmentation des dépenses destinées à soutenir la croissance économique. En conséquence, la Chine représentait 37 % des emprunts bruts en 2023, contre 15 % en 2021. Les emprunts bruts n'ont diminué que dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MENA) (-10 %) en 2023, ce qui pourrait traduire une préférence pour les prêts (concessionnels), comme dans le cas de l'Égypte, ou des besoins d'emprunt moins importants, comme dans les Émirats arabes unis.

La part de la dette émise en devises est restée stable à 5 % en 2023, malgré des variations entre les régions. En Asie, les valeurs sont restées stables : les émissions de la Chine sont libellées presque entièrement en monnaie nationale depuis 2002, tandis que le ratio pour les autres émetteurs asiatiques est de 2 %. Dans la région MENA, la part globale est passée de 5 % à 7 %, mais elle était nulle pour les

pays à revenu élevé- de la région, comme le Koweït et le Qatar. Parmi les MEED européens, le ratio est passé de 17 % en 2022 à 20 % en 2023, sous l'impulsion de la Hongrie et de la Pologne, pour lesquelles l'émission de titres de dette libellés en devises était moins coûteuse en raison des taux directeurs élevés, tandis que le risque de change sur leurs euro-obligations est moindre du fait de leur interconnexion avec les économies de la zone euro. En Afrique subsaharienne, certains pays ont du mal à accéder aux marchés internationaux ; en conséquence, les émissions obligataires en devises ont chuté de 5 % en 2022 à 1 % en 2023.

Graphique 1.3. Emprunts bruts et risques de refinancement dans les marchés émergents et les économies en développement



Note : l'Annexe 1.D expose une méthodologie détaillée. Les moyennes présentées dans la partie D sont pondérées en fonction de la taille de l'émission, et le total fait référence à des données agrégées. Les groupes de pays sont conformes à la classification du FMI.

Source : LSEG ; et calculs de l'OCDE.

L'échéance moyenne des obligations souveraines émises par les MEED en 2023 a augmenté dans toutes les catégories de revenu, passant globalement de 4.4 à 4.8 ans (Graphique 1.3, partie D), même si des différences notables sont observées entre les pays. L'échéance à l'émission a augmenté le plus dans les pays à haut revenu, passant de 3 à 4.3 ans, avec en tête le Chili et la Pologne. Pour les pays à faible revenu (PFR), l'échéance s'est allongée de 5.4 ans en 2022 à 5.9 ans en 2023, même si elle a en fait diminué pour tous les pays de ce groupe à l'exception de la Tanzanie et de l'Ouganda, ce qui traduit peut-être les préoccupations des investisseurs concernant la plupart des économies à faible revenu dans le contexte actuel. L'Ukraine est l'un des émetteurs dont les échéances ont le plus diminué (passant de 7.8 ans à 1.6 an), du fait des difficultés qu'elle rencontre pour accéder aux financements du marché en raison de la guerre.

Bien que l'écart moyen entre les rendements des obligations souveraines des MEED et le rendement de référence des bons du Trésor américain à 10 ans ait diminué en 2023 dans toutes les régions à l'exception de l'Europe¹, il reste supérieur à 1 000 points de base (pb) en Afrique subsaharienne, ce qui constitue un seuil critique pour déterminer si un pays est en situation de surendettement. Cela met en évidence la difficulté rencontrée par les pays d'Afrique subsaharienne, qui sont pour la plupart des PFR : financer leurs besoins d'emprunt à de tels taux peut s'avérer prohibitif, ce qui les contraint à recourir à d'autres moyens de financement tels que des prêts concessionnels ou bilatéraux. Parmi les MEED européens, la hausse de l'écart moyen a été largement imputable à la Turquie, où il a presque doublé pour atteindre 1 500 points

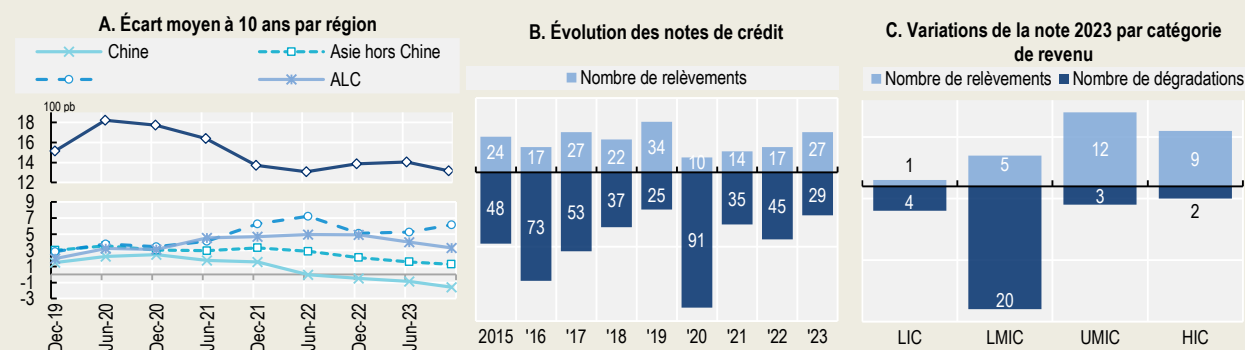
de base. Hors Türkiye, l'écart de rendement de ces émetteurs a diminué (Graphique 1.4, partie A). On observe également une baisse notable des écarts de rendement en Zambie (-350 points de base), dont les négociations sur la restructuration de la dette ont progressé, et au Brésil (-300 points de base), qui a commencé à réduire ses taux directeurs sur fond de poursuite du resserrement monétaire mondial.

Plus d'un tiers des obligations souveraines des MEED arriveront à échéance en 2026, ce qui génère un risque de refinancement, particulièrement problématique pour les pays à revenu faible et intermédiaire de la tranche inférieure (PFR et PRITI) compte tenu de leurs coûts d'emprunt actuels plus élevés (Graphique 1.3, partie B). Parmi eux, l'Éthiopie a fait défaut en décembre, et 100 % de sa dette négociable arrivera à échéance en 2024 (soit environ 1 milliard USD). En outre, 100 % de la dette négociable du Myanmar (environ 2.7 milliards USD) arrivera à échéance dans les deux prochaines années, contre 62 % (environ 441 millions USD) au Malawi.

Le risque de refinancement peut être une source de préoccupation pour les économies appartenant à d'autres régions et catégories de revenu. Par exemple, plus de 60 % de la dette négociable de la Moldavie (soit l'équivalent de 8 % du PIB) arrivera à échéance en 2024. Ce chiffre est de 45 % pour l'Argentine (10 % du PIB) et l'Égypte (26 % du PIB). La part élevée des emprunts à court terme ces dernières années a aggravé le risque de refinancement dans un contexte de dégradation des perspectives de crédit souverain dans ces pays.

Les notes de crédit ont évolué de façon contrastée en 2023, avec un nombre quasiment identique de relèvements (27) et de dégradations (29), la plupart des révisions à la baisse se concentrant dans les PRITI (Graphique 1.4, parties B et C). Cela met en évidence les difficultés que les PRITI rencontrent dans le contexte du resserrement mondial de la politique monétaire et de la volatilité des prix des produits de base. Aucun pays n'a perdu son statut de catégorie investissement, mais l'Argentine, l'Éthiopie et l'Ukraine ont rejoint le groupe des pays obtenant une note moyenne correspondant au défaut de paiement ou s'en rapprochant. Ce groupe comprend également le Ghana, la Grenade, le Laos, le Liban, le Sri Lanka, le Suriname, le Venezuela et la Zambie. Le Cameroun et El Salvador ont obtenu temporairement des notes techniques de défaut avant de retrouver leur statut de catégorie spéculative.

Graphique 1.4. Écarts de rendement et notes de crédit dans les MEED



Note : L'Annexe 1.D présente une méthodologie détaillée. La partie A présente, regroupées par région, des moyennes simples des écarts de rendement par rapport au rendement de référence à 10 ans des États-Unis pour tous les pays pour lesquels cette mesure est disponible auprès de la LSEG. Ces pays sont l'Afrique du Sud, la Bulgarie, le Brésil, la Chine, la Fédération de Russie, la Hongrie, l'Indonésie, l'Inde, le Kenya, le Mexique, la Malaisie, les Philippines, la Pologne, la Roumanie, la Thaïlande, la Türkiye et la Zambie. Les valeurs figurant dans les parties B et C sont calculées à l'aide des notes d'émetteurs à long terme (étrangers) attribuées par Moody's, Fitch et S&P. Si un pays a reçu plusieurs notes en un mois de la part de la même agence, c'est la plus basse qui est retenue, sauf s'il s'agit d'une note de défaut ou d'une note technique de défaut. Les définitions des marchés régionaux et des marchés émergents sont conformes à la classification des pays établie par le FMI.

1. La région MENA ne figurait pas dans l'analyse du fait de contraintes de données.

Source : LSEG ; et calculs de l'OCDE.

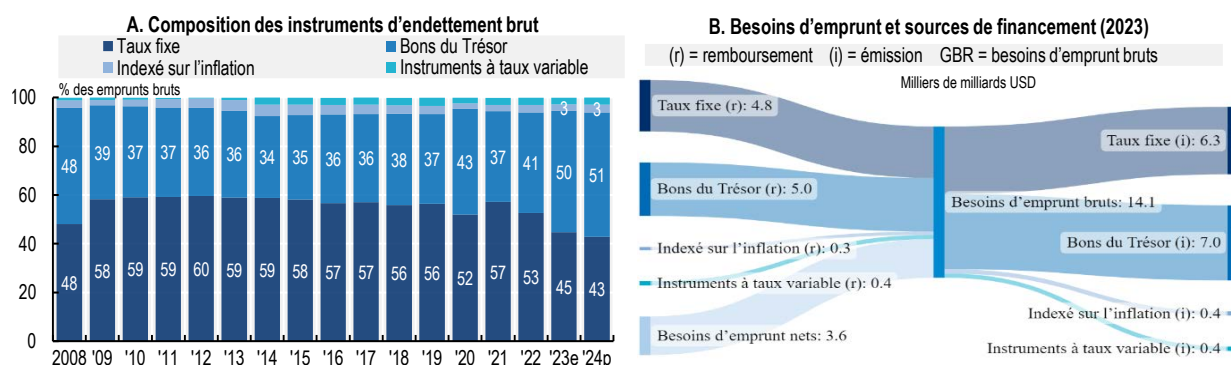
1.2.1. La part de la dette à court terme dans le total des emprunts devrait augmenter en 2023-24

La dette à court terme (titres émis avec une échéance inférieure à un an) représentait 50 % de l'endettement brut en 2023 et devrait atteindre 51 % en 2024, dépassant le pic précédent de 43 % enregistré en 2020 (Graphique 1.5, partie A). Cette évolution correspond à une diminution de la part des émissions de titres de créance à taux fixe, tandis que la part des instruments à taux variable et indexés sur l'inflation devrait rester stable à 3 %, malgré d'importantes fluctuations des niveaux d'inflation et des taux directeurs sur la période 2021-23. Malgré une augmentation des emprunts à court terme, l'échéance moyenne des titres de créance des pays de l'OCDE est restée globalement stable, aux alentours de 8 ans (voir le Graphique 1.20).

La part historiquement élevée des emprunts à court terme s'explique en grande partie par les incertitudes macroéconomiques et géopolitiques, combinées au resserrement quantitatif et à des niveaux plus élevés d'emprunts bruts³, compliquant l'émission de titres de créance à taux fixe supplémentaires pour certains émetteurs souverains. En conséquence, les émissions de titres de créance à court terme ont représenté plus de la moitié des nouveaux emprunts (2 000 milliards USD sur les 3 600 milliards USD) en 2023, ce qui a encore accru la part de la dette à court terme dans l'encours de la dette (Graphique 1.5, partie B).

L'émission d'instruments à court terme procure une grande souplesse opérationnelle aux gestionnaires de la dette, en permettant aux émetteurs de lever rapidement des fonds importants, ce qui facilite la gestion des incertitudes et des chocs temporaires. Pendant les périodes d'incertitude accrue et/ou lorsque l'endettement brut est plus élevé, la demande des investisseurs se déplace généralement vers les actifs les plus sûrs et les plus liquides (souvent des instruments à court terme). Du côté de l'offre, les crises sont source d'incertitudes quant à l'ampleur et à la durée des pertes de recettes et des coûts associés aux mesures de soutien public ; les instruments à court terme permettent de mieux faire correspondre les entrées et les sorties de fonds, et d'accélérer le remboursement si les pertes de recettes s'atténuent. C'est pourquoi les instruments à court terme ont été utilisés comme amortisseurs des chocs au début de la pandémie de COVID-19 (OECD, 2022^[4]).

Graphique 1.5. Composition des instruments d'endettement brut et sources de financement



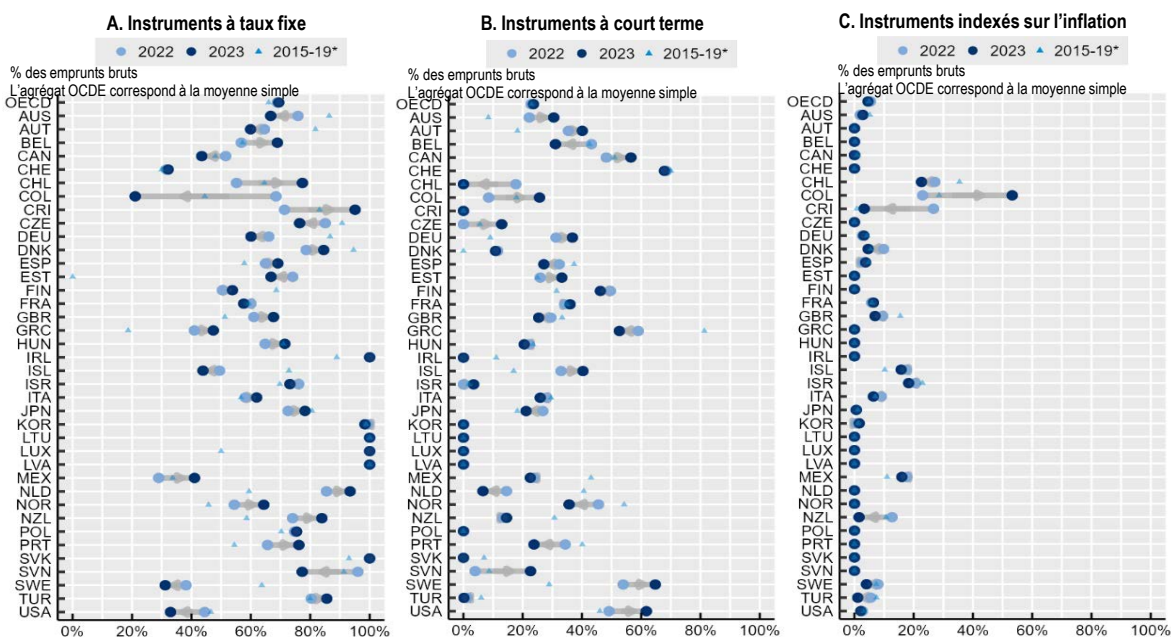
Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG ; (OECD, 2023^[1]) ; (IMF, 2023^[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

L'augmentation de la part des emprunts à court terme dans la zone OCDE en 2023 a été principalement le fait d'un petit groupe de grands émetteurs. Si la part des emprunts à taux fixe dans la zone OCDE a globalement baissé (Graphique 1.6, partie A), elle a en fait augmenté dans 19 pays, diminué dans 14 et est restée stable dans 5 autres. La hausse de la part des emprunts à court terme de grands émetteurs, comme l'Allemagne, le Canada, la France et surtout les États-Unis (où elle est passée de 49 % du total

des émissions en 2022 à 62 % en 2023) a dépassé la hausse de la part des émissions de titres à taux fixe dans la moitié des pays de l'OCDE.

Les emprunts à court terme aux États-Unis ont augmenté, en particulier depuis juin 2023, principalement pour accroître le solde du compte général du Trésor. Une baisse rapide s'est produite dans les mois qui ont précédé la suspension de la règle du plafond d'endettement, ce qui a conduit le Trésor américain à financer en partie l'administration fédérale en puisant dans ce solde. Au second semestre de 2023, les conditions du marché ont été déterminées par cette offre accrue de titres du Trésor des États-Unis, conjuguée au resserrement quantitatif, et par la hausse des rendements à long terme, signe d'une possible évolution des taux d'intérêt neutres à long terme et des primes d'échéance. En novembre 2023, le Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC) a laissé entendre que cette augmentation tendancielle des emprunts à court terme aux États-Unis pourrait persister jusqu'au deuxième trimestre de 2025 (TBAC, 2023^[5] ; TBAC, 2023^[6]). De même, le Royaume-Uni a réduit la part des émissions d'obligations à long terme (et indexées sur l'inflation) en 2023-24 par rapport à 2022-23, car l'appétit des fonds de pension pour ces titres diminue sur fond de changement structurel de la demande (UK DMO, 2024^[7]).

Graphique 1.6. Composition des instruments d'endettement brut



Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG ; (OECD, 2023^[11]) ; (IMF, 2023^[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

Vingt pays de l'OCDE émettent des titres indexés sur l'inflation qui constituent un produit sans risque très demandé et qui permettent aux investisseurs de se protéger de l'inflation. Ces titres peuvent contribuer à élargir la base d'investisseurs pour la dette publique et peuvent aussi s'avérer rentables pour les émetteurs. Avec le regain d'inflation en 2023, 14 de ces pays ont réduit la part des titres indexés sur l'inflation qu'ils ont émis (Graphique 1.6, partie C). Cette évolution s'est produite malgré une demande stable ou croissante du marché pour les titres indexés sur l'inflation, selon les résultats d'une enquête, ce qui dénote une inflexion stratégique dans la gestion du portefeuille de dette⁴. C'est la Colombie qui a enregistré la plus forte proportion d'emprunts sous forme de titres indexés sur l'inflation (53 %), alors que la moyenne des 20 émetteurs était de 9 %. En 2023, seule la Colombie a augmenté sa part des émissions de ces titres de plus de 1 point de pourcentage, tandis que celle de pays comme l'Italie et le Royaume-Uni a reculé de plus de 1 point. L'Allemagne a notamment cessé son programme d'émission de titres indexés sur l'inflation en 2023, tout comme le Canada en 2022 (Government of Canada, 2022^[8]).

En raison de l'endettement brut plus élevé et de la perte des banques centrales en tant qu'acheteurs nets de dette souveraine, plusieurs émetteurs souverains ont davantage cherché à capter la demande des petits investisseurs. Les résultats de l'enquête montrent que 13 pays de l'OCDE accordent une plus grande attention au secteur des investisseurs individuels en 2023-24. Compte tenu de la hausse des rendements, les obligations d'État représentent un investissement de plus en plus attrayant pour les ménages généralement plus sensibles aux prix. Aussi, les émetteurs souverains tentent de capter cette demande par le biais de produits et/ou de programmes axés sur les petits investisseurs, dont les achats ont atteint des niveaux sans précédent en 2023 (Encadré 1.2).

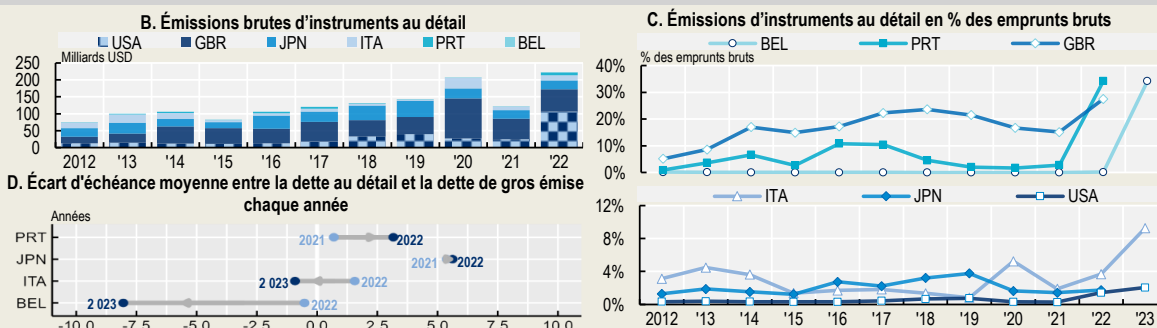
Encadré 1.2. Programmes et produits visant les particuliers dans une sélection de pays de l'OCDE

Cet encadré décrit les programmes et produits d'émission de titres de dette à l'intention des particuliers en Belgique, aux États-Unis, en Italie, au Japon, au Portugal et au Royaume-Uni. Les émissions totales de titres de dette auprès des particuliers ont culminé à 222 milliards USD en 2022, en grande partie sous l'impulsion des États-Unis (Graphique 1.7, partie B), où les petits investisseurs peuvent soumissionner à la demande lorsque le Trésor américain met des titres aux enchères. Le précédent pic, en 2020, était principalement dû à l'activité au Royaume-Uni, où la baisse des taux directs ne s'est pas répercutée dans un premier temps sur les taux des produits destinés aux particuliers afin de contribuer à soutenir le financement public.

Graphique 1.7. Instruments et programmes d'émission visant les particuliers

A. Caractéristiques de certains instruments et programmes ciblant les petits investisseurs dans les

Pays	Début	Instrument	Émissions	Canal d'achat	Type d'instrument	Échéances (années)
BEL	1996	Obligations destinées aux particuliers	Souscription	Grands Livres (en ligne), banques, institutions financières	Taux fixe	1, 3, 8, 5, 10
ITA	2012	Obligations dédiées aux particuliers	À la demande	Banques et bureaux de poste	Taux fixe, indexé sur l'inflation, taux de majoration, prime de fidélité, indexé sur le PIB	4, 5, 6, 8, 10, 12, 16
JPN	2003	Obligations dédiées aux particuliers	À la demande	Banques, bureaux de poste, institutions financières	Taux fixe, taux variable	3, 5, 10
PRT	1960	Obligations dédiées aux particuliers, dépôts d'épargne	Enchères, à la demande	AforroNet (en ligne), bureaux de poste, banques, institutions financières	Taux variable et taux de majoration	7, 15
GBR	1957	Dépôts d'épargne, certificats d'épargne	À la demande	National Savings & Investments (en ligne)	Taux fixe et variable	3
USA	1935	Dépôts d'épargne, obligations ordinaires	Enchères, à la demande	TreasuryDirect (online)	Taux fixe, taux variable, indexé sur l'inflation	Toutes



Notes : la partie A correspond à novembre 2023. Les dates de début du programme du Royaume-Uni sont celles de la première émission d'obligations à lots. La partie B est classée par taille d'émission en 2022. Les données relatives aux États-Unis incluent tous les titres de créance et les obligations d'épargne vendus par l'intermédiaire de TreasuryDirect. Les données relatives au Japon comprennent uniquement les obligations d'État japonaises (JGB) pour les investisseurs individuels. Les données du Royaume-Uni se rapportent aux entrées brutes à la NS&I. La partie D indique l'échéance moyenne au moment de l'émission de titres de dette à l'intention des particuliers moins celle des titres de dette sur le marché de gros, pondérée par la taille de l'émission.

1. Les avantages fiscaux rattachés aux obligations de détail peuvent constituer une source de coûts supplémentaire.

Source. (Italian Ministry of Economy and Finance, 2023^[9] ; Ministry of Finance of Japan, 2023^[10] ; National Savings & Investments, 2023^[11] ; Belgian Debt Agency, 2023^[12] ; US Treasury Department, 2023^[13] ; Portuguese Treasury and Debt Management Agency, 2023^[14] ; Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; et calculs de l'OCDE.

Ces dernières années, la part des programmes destinés aux particuliers dans le total des emprunts a atteint un niveau record dans tous les pays étudiés, à l'exception du Japon (Graphique 1.7, partie C), où les rendements nominaux restent inférieurs à 1 %. Au Portugal, les produits proposés aux petits investisseurs sont assortis de taux d'intérêt attractifs liés à l'Euribor. En Belgique, l'envolée de 2023 s'explique par l'émission d'un bon d'État à un an assorti d'une retenue d'impôt réduite offrant le coupon le plus élevé depuis 2011 (Graphique 1.7, partie D). Dans le même temps, les émissions obligataires destinées aux particuliers en Italie ont atteint un niveau record de plus de 8 % du total des emprunts bruts du pays en 2023.

Si les produits destinés aux particuliers peuvent permettre de diversifier le portefeuille et la base d'investisseurs, et couvrir en partie les besoins de financement, ils induisent une charge opérationnelle importante¹. La gestion des interfaces d'achat, des canaux de communication et des processus administratifs peut être contraignante, même si les progrès technologiques peuvent la faciliter (Boitreau et Secunho, 2020^[15]). Les Organismes de gestion de la dette souveraine doivent également tenir compte du fait que l'émission d'instruments destinés aux particuliers représente une participation à des activités essentiellement privées, pour lesquelles les intermédiaires facilitent déjà l'accès du public. En outre, la demande à plus long terme des investisseurs individuels varie plus que celle des investisseurs institutionnels, alors même que le segment des investisseurs individuels n'offre pas la même échelle relative sur la plupart des marchés. L'Allemagne, en 2013, et le Canada, en 2017, ont choisi de mettre fin à leurs programmes de vente aux petits investisseurs.

1.2.2. Les stratégies d'émission doivent trouver le juste équilibre entre prévisibilité et flexibilité dans un environnement de financement incertain

Les Organismes de gestion de la dette souveraine (OGD) n'ont généralement pas d'influence sur les prix ; ils agissent en tant qu'intermédiaires pour mettre en correspondance les emprunts bruts et les financements du marché. Les niveaux d'emprunt et les conditions du marché échappent largement au contrôle des OGD. Par conséquent, leur rôle principal consiste à décider de la composition des instruments et des échéances en fonction du niveau d'emprunt, du calendrier des mouvements de trésorerie de l'État et de l'accès au marché. La décision implique de choisir parmi divers instruments de dette, chacun ayant son propre profil de demande des investisseurs, ce qui limite la composition possible de certains portefeuilles de dette.

Les émetteurs souverains choisissent la composition d'une émission dans le but de réduire les coûts d'emprunt à long terme tout en maintenant des niveaux de risque acceptables. Cette décision nécessite de trouver un compromis entre coût et risque : les instruments à court terme, bien que moins coûteux, comportent des risques de refinancement et de taux d'intérêt plus élevés, tandis que les instruments à long terme permettent généralement d'atténuer ces risques en contrepartie d'un coût plus élevé pour l'émetteur. Ainsi, pour remplir leur mandat à long terme, les émetteurs souverains optent généralement pour différentes échéances, avec des modèles d'émission programmatisés.

La stratégie d'émission sera toujours quelque peu dictée par la demande inégale entre échéances et par la nécessité de soutenir la liquidité du marché. Les titres à longue échéance, généralement achetés par les fonds de pension et les compagnies d'assurance, sont moins demandés à l'échelle mondiale, ce qui réduit les options stratégiques des émetteurs souverains. Pour améliorer la liquidité du marché, les OGD rouvrent souvent des lignes individuelles plusieurs fois jusqu'à atteindre une taille de référence, mais cela

peut aussi être coûteux. C'est notamment le cas pour les titres à long terme, dont la durée plus longue réduit la valeur de marché de façon plus marquée pendant les périodes de taux élevés, générant des entrées de trésorerie relativement plus faibles pour le même montant de dette émise.

En 2023, la plupart des OGD de la zone OCDE voyaient dans la volatilité des marchés, la hausse des rendements et les prévisions de trésorerie leurs principaux motifs de préoccupation (Graphique 1.8, partie A). L'inflation, bien qu'orientée à la baisse, est restée supérieure à l'objectif visé, la hausse des prix des services s'étant révélée particulièrement forte. La croissance économique est freinée par les politiques monétaires restrictives et par l'atonie du commerce mondial (OECD, 2023^[11] ; OECD, 2024^[16]). Les tensions géopolitiques, notamment la guerre en Ukraine et le conflit au Moyen-Orient, contribuent à la volatilité des marchés. Même si les flux de trésorerie sont plus stables que pendant la pandémie, les besoins de financement affichent encore des fluctuations supérieures à la moyenne, les finances publiques étant mises à l'épreuve par des facteurs structurels tels que les évolutions démographiques et les efforts de décarbonation, et par le contexte actuel caractérisé par des coûts d'intérêt plus élevés et une croissance de la production plus lente.

Les conditions macrofinancières ont un impact significatif sur les coûts d'atténuation des risques. En période d'incertitude économique, la réticence des investisseurs à prendre des risques à plus long terme peut accroître le coût des émissions à plus longue échéance. Par conséquent, les coûts de portefeuilles à faibles risques augmentent dans de tels scénarios. En outre, dans l'environnement actuel de taux d'intérêt plus élevés, s'engager sur des échéances à long terme pourrait risquer de verrouiller ces taux plus élevés sur une longue période (risque de regrets), ce qui souligne que les considérations tenant aux coûts et aux risques vont au-delà de la forme actuelle des courbes de rendement. En 2022-23, on a constaté une augmentation correspondante des courbes de risque efficaces par rapport à leur coût.

Les stratégies d'émission restent flexibles dans tous les pays de l'OCDE, dans un environnement incertain. Tous les OGD ont recours à des stratégies flexibles pour gérer les risques, 81 % d'entre eux utilisant des volants de liquidités et 73 % adaptant leurs stratégies de communication (Graphique 1.8, parties B et C). L'intérêt des volants de liquidités réside dans la disponibilité de liquidités en cas de conditions imprévues sur le marché, sans qu'il soit nécessaire que les émissions recoupent étroitement les sorties de fonds, ce qui facilite une approche plus souple en matière d'émission. Les stratégies de communication sont également cruciales pour trouver le juste équilibre entre flexibilité et prévisibilité.

La flexibilité a ses limites, les grands émetteurs privilégiant souvent une approche programmatique des émissions. Des changements soudains dans les stratégies d'émission des grands émetteurs peuvent avoir un impact immédiat sur la courbe des rendements. Ils peuvent accroître la volatilité et réduire leur capacité à accomplir leur mandat et à assurer un accès permanent au marché. Lorsque des changements stratégiques sont nécessaires, les émetteurs s'efforceront de les annoncer le plus tôt possible. Par exemple, en 2023, les États-Unis ont été le seul grand émetteur à modifier la composition des instruments de son plan d'émission (au profit d'instruments à plus court terme), et ils ont communiqué un calendrier correspondant (US Treasury, 2023^[17]).

Les petits émetteurs adoptent généralement une approche plus souple de la gestion de la dette, étant donné que les changements de stratégie ont généralement moins d'incidence sur leurs marchés. Cela explique pourquoi les changements annuels de grande ampleur dans les stratégies d'émission sont plus souvent le fait de petits émetteurs (Graphique 1.6). C'est également pour cette raison qu'en dehors des États-Unis, les douze pays qui ont modifié la composition des instruments de leur stratégie initiale sont des émetteurs relativement petits (Graphique 1.8, partie C)⁵.

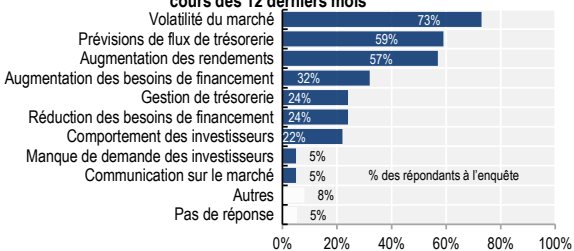
La flexibilité suppose également la possibilité de moduler les techniques d'émission et de modifier le calendrier des enchères et les annonces. En 2023, les changements ont notamment concerné la fréquence des adjudications, l'utilisation d'opérations de conversion, le recours aux syndications, aux placements privés, aux rachats et aux mécanismes post-enchères (Graphique 1.8, partie D). Parmi les autres exemples, on peut citer le recours à des transactions en deux ou trois tranches, qui permettent à

un émetteur de proposer plusieurs titres de créance assortis de conditions différentes dans le cadre d'une même émission, afin de s'adapter aux préférences des investisseurs et aux conditions du marché ; et l'annonce à l'avance du volume total d'émission, mais en retardant la communication de la composition de l'instrument. Ces méthodes permettent aux OGD de mieux faire correspondre les besoins de financement volatils et la demande de certains titres.

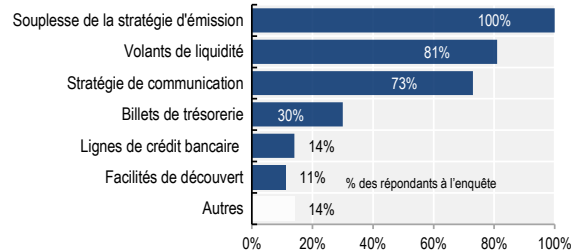
Ces changements sont contrebalancés par des pratiques qui améliorent la prévisibilité. On peut citer à titre d'exemples la fixation d'une taille cible minimale pour l'encours des titres de référence ; la transparence des consultations de marché, des retours d'information et des ajustements afin d'éviter des variations inattendues de l'offre ; la tenue d'un calendrier d'émission avec des émissions hebdomadaires de divers titres ; et le choix d'ajustements progressifs, chaque fois que possible, de la taille et du calendrier prévus des adjudications, ce qui permet d'adapter les adjudications aux toutes dernières conditions de marché.

Graphique 1.8. Difficultés rencontrées lors d'émissions récentes et mesures prises par les émetteurs souverains

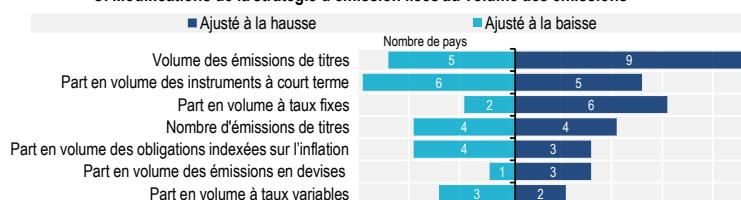
A. Principaux domaines dans lesquels des difficultés sont apparues au cours des 12 derniers mois



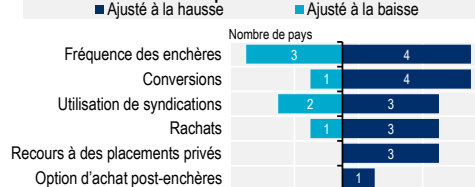
B. Outils disponibles pour gérer le risque de marché



C. Modifications de la stratégie d'émission liées au volume des émissions



D. Modifications de la stratégie d'émission liées aux techniques des émissions



Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés primaires.

1.3. Les ratios dette/PIB sont restés globalement stables en 2023, après avoir diminué en 2021 et 2022, et devraient repartir à la hausse en 2024

On estime que le ratio agrégé dette/PIB dans la zone OCDE, mesuré par la dette négociable des administrations centrales, restera globalement stable en 2022-23, à 83 %, et qu'il augmentera légèrement pour atteindre 84 % en 2024 (Graphique 1.9, partie A). Ce chiffre global masque la forte variabilité des ratios dette/PIB entre les pays (Graphique 1.9, partie D). Une hausse de plus de 1 point de pourcentage est prévue dans neuf pays, les États-Unis en tête, où le ratio devrait progresser de 3 points. À l'inverse, les ratios dette/PIB de 12 pays devraient diminuer de plus de 1 point de pourcentage, avec un recul supérieur à 5 points au Japon, au Portugal et en Espagne.

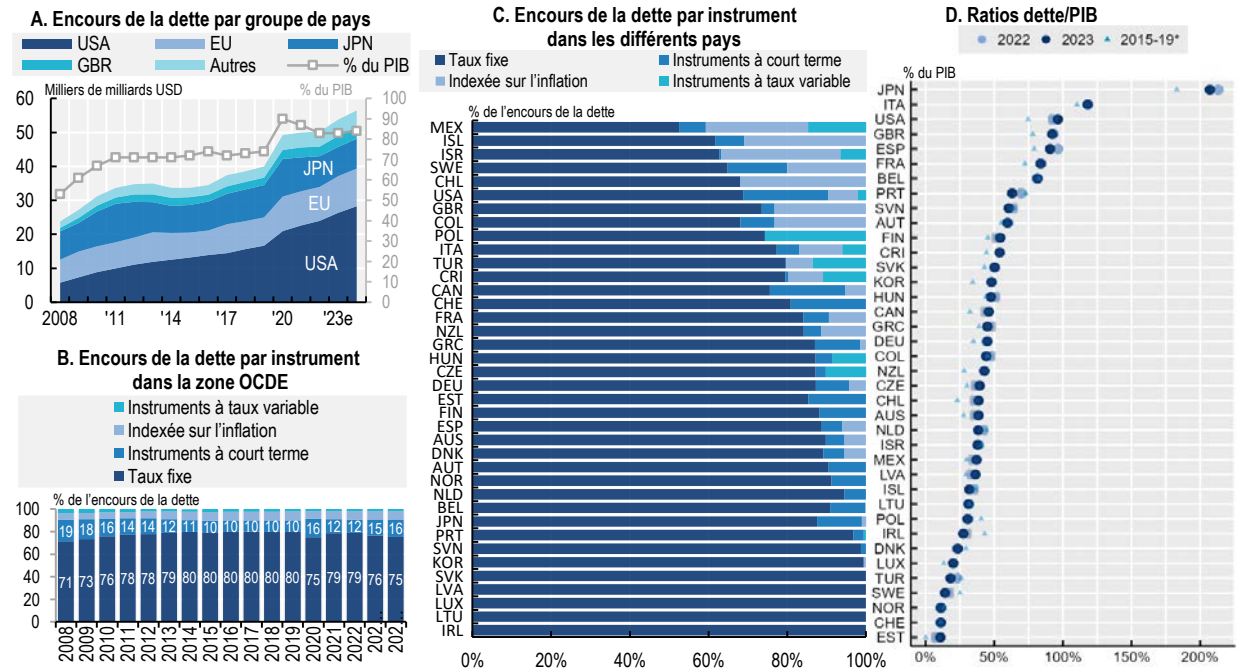
En 2023, les ratios dette/PIB ont dépassé les niveaux d'avant la pandémie d'environ 5 points de pourcentage en moyenne et de 10 points au total dans la zone OCDE⁶. 24 pays ont enregistré une progression de leur ratio, qui a dépassé 8 points de pourcentage dans tous les pays du G7. Les ratios dette/PIB du Japon et des États-Unis ont augmenté respectivement de plus de 24 et 22 points de pourcentage depuis 2019. Au cours de la même période, les ratios dette/PIB ont baissé dans 14 pays,

reculant de plus de 10 points de pourcentage en Irlande, en Pologne, au Portugal et en Suède. Il convient de noter que les ratios dette/PIB et leur évolution varient considérablement en fonction des méthodes d'évaluation de la dette, les approches suivies n'étant pas les mêmes pour les Perspectives des emprunts souverains, les Comptes nationaux et les Perspectives économiques de l'OCDE (voir l'Encadré 1.3).

La part de la dette à court terme dans l'encours de la dette de l'OCDE a augmenté et devrait atteindre 16 % d'ici à 2024 (Graphique 1.9, partie B), soit la valeur la plus élevée depuis 15 ans à l'exception de 2020. Parallèlement, on estime que la proportion d'instruments à taux fixe est passée de 79 % en 2022 à 76 % en 2023 - le pourcentage le plus faible depuis 2010 sauf en 2020, période pendant laquelle les avoirs obligataires des banques centrales étaient négligeables.

Malgré ce recul, la dette à taux fixe continue de représenter plus de la moitié de l'encours de la dette dans tous les pays de l'OCDE en 2023. La part de la dette à court terme s'échelonne entre 0 % dans 9 pays de l'OCDE et 22 % aux États-Unis, tandis que la part des obligations indexées sur l'inflation est comprise entre 0 % dans 17 pays et 32 % au Chili (Graphique 1.9, partie C).

Graphique 1.9. Encours de la dette de l'administration centrale, ratios dette/PIB et composition de la dette dans les pays de l'OCDE



Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG; (OECD, 2023^[1]); (IMF, 2023^[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

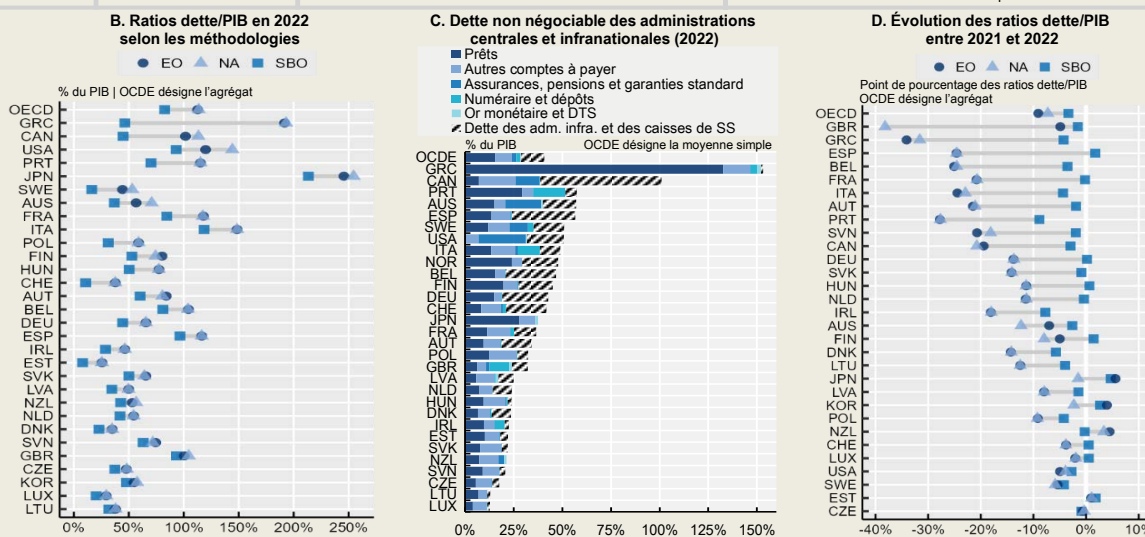
Encadré 1.3. Méthodes de calcul de la dette souveraine

Les méthodes de calcul de la dette brute diffèrent principalement en fonction du périmètre des administrations publiques, des instruments couverts et de la valorisation des instruments financiers (Graphique 1.10, partie A). En 2022, les ratios dette/PIB s'élevaient à 83 % selon les Perspectives des emprunts souverains, 113 % selon les Perspectives économiques et 114 % selon les Comptes nationaux (Graphique 1.10, partie B). La dette infranationale représente environ les deux tiers de cet écart, tandis que la dette non négociable de l'administration centrale représente l'autre tiers. Les pays dont la dette infranationale est élevée, comme le Canada, ou dont la dette non négociable est importante, comme la Grèce, afficheront des écarts plus importants en fonction de la méthodologie retenue (Graphique 1.10, partie C).

Graphique 1.10. Différences méthodologiques et chiffres du ratio dette/PIB

A. Différences méthodologiques dans le calcul de la dette brute entre les Perspectives des emprunts souverains, les Comptes nationaux et les Perspectives économiques

Méthode	Périmètre des administrations publiques	Instruments couverts	Méthode de valorisation
SBO	Administrations centrales	Titres de créance négociables	Valeur nominale
Comptes nationaux (CN)	Administrations publiques (administration centrale, caisses de sécurité sociale, administrations d'États fédérés et collectivités locales)	Titres de créance ; prêts ; numéraire et dépôts ; droits de tirage spéciaux (DTS) ; droits sur les provisions techniques d'assurance, sur les fonds de pension et sur les réserves de garanties standard ; et autres comptes à payer	Prix du marché : instruments financiers négociables ; Valeur nominale : tous les passifs restants
Perspectives économiques (CN avec ajustements)		La même couverture responsabilité que celle des CN, mais à l'exclusion des droits sur les provisions techniques d'assurance, sur les fonds de pension et sur les réserves de garanties standard.	Prix du marché : titres de créance (hors US), actions et parts de fonds d'investissement, produits financiers dérivés et options sur titres des salariés Valeur nominale : tous les passifs restants



Note : 1. Les Perspectives économiques de l'OCDE suivent généralement la méthode des Comptes nationaux en procédant à des ajustements (comme indiqué dans le Graphique 1.10, partie A). Néanmoins, elles livrent également d'autres chiffres sur la dette, en particulier pour les pays de l'UE, en s'appuyant sur la définition de la dette au sens de Maastricht, qui utilise les valeurs nominales pour la valorisation des instruments financiers. Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; (OECD, 2023^[11]) ; (OECD, 2023^[18]) ; (Rawdanowicz et al., 2021^[19]) sites web des autorités nationales ; base de données de l'OCDE sur la décentralisation budgétaire ; et comptes nationaux de l'OCDE.

Les méthodes de valorisation peuvent amplifier considérablement les variations des ratios dette/PIB. L'utilisation de la valeur nominale dans les Perspectives des emprunts souverains permet de s'assurer que les fluctuations des rendements n'ont pas d'incidence sur les chiffres de la dette, contrairement à l'approche fondée sur la valeur de marché des Perspectives économiques et des Comptes nationaux¹. En

2022, la hausse des taux d'intérêt a contribué à faire baisser les ratios dette/PIB de plus de 20 points de pourcentage dans neuf pays selon les méthodologies des Comptes nationaux et des Perspectives économiques, contre seulement 10 points de pourcentage au maximum selon la méthodologie des Perspectives des emprunts souverains (Graphique 1.10, partie D). Si la méthode de la valeur de marché est judicieuse pour des pratiques telles que les rachats de dette, il est essentiel de noter que les obligations sont remboursées à leur valeur nominale à l'échéance. Par conséquent, les gestionnaires de la dette doivent procéder à des refinancements en se basant sur cette valeur.

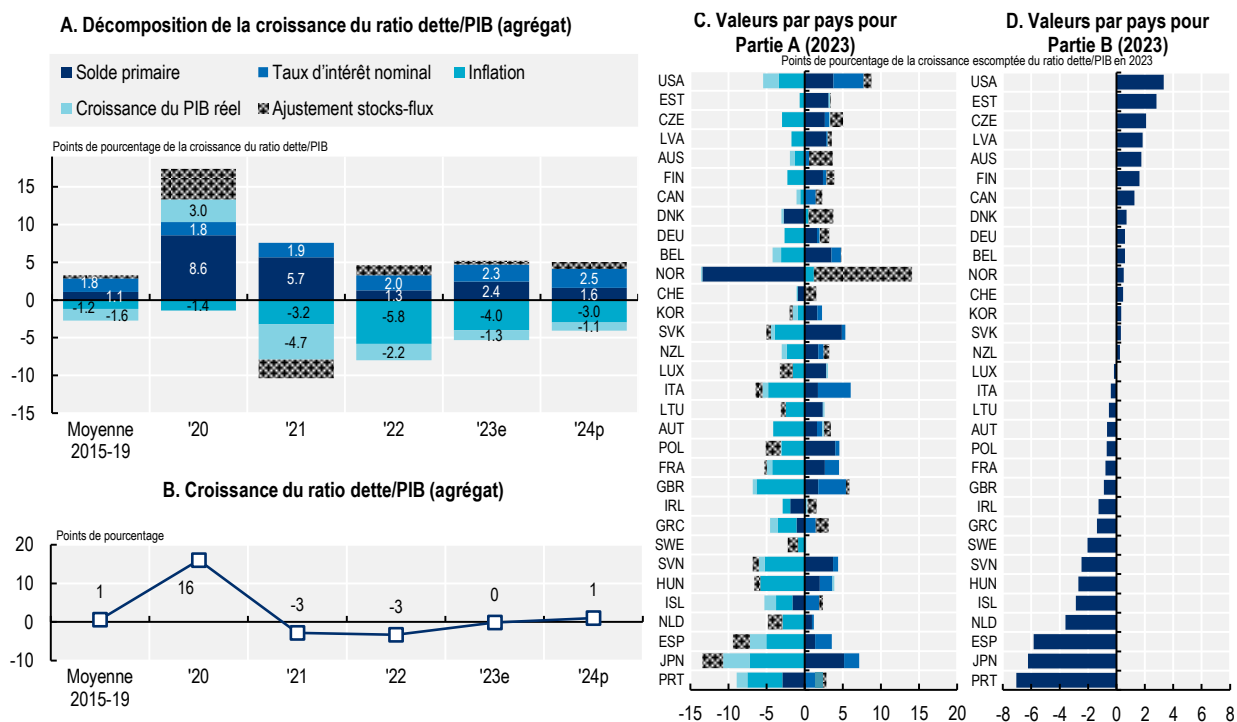
1.3.1. L'inflation a compensé la hausse des coûts d'emprunt dans les trajectoires du ratio dette/PIB en 2022-23

La baisse des ratios dette/PIB entre 2021 et 2023 s'explique principalement par la hausse de l'inflation, qui a stimulé la croissance du PIB nominal, et en partie par la croissance du PIB réel (Graphique 1.11). Depuis 2021, l'inflation a contribué à une baisse de 13 points de pourcentage de ces ratios, tandis que la croissance du PIB réel les a fait reculer de 8 points⁷. Le rendement réel, qui combine l'impact des taux nominaux et de l'inflation, était négatif dans presque tous les pays de l'OCDE⁸. L'essentiel de la dette de l'OCDE a été émise à une période où l'inflation et les taux d'intérêt étaient plus faibles, entraînant des coûts moindres (Graphique 1.19). Aussi, le niveau actuel de croissance du PIB nominal a dépassé les taux d'intérêt effectifs (c'est-à-dire le ratio des charges d'intérêts rapportées à l'encours de la dette), ce qui contribue à faire baisser les ratios dette/PIB.

Compte tenu du reflux de l'inflation et de l'augmentation du montant de la dette émise à des taux plus élevés, la tendance à la baisse des ratios dette/PIB observées entre 2021 et 2023 devrait s'inverser en 2024. Si l'effet de l'inflation sur le PIB nominal est immédiat et de courte durée, les effets du renchérissement des coûts d'emprunt sur les dépenses d'intérêts sont progressifs et durables. L'inflation a pour effet initial de faire baisser les ratios dette/PIB, mais si elle persiste, elle a pour conséquence à moyen et long terme d'accroître la prime d'inflation et les coûts de financement de la dette.

L'inflation ne contribue guère à améliorer la viabilité de la dette, car les trajectoires du ratio dette/PIB sont principalement déterminées par les soldes budgétaires à long terme, l'inflation inattendue n'ayant qu'un impact à court terme. Les données rétrospectives soulignent le rôle crucial des soldes primaires dans l'évolution de ces trajectoires et invitent à la prudence dans l'interprétation des baisses récentes (Rawdanowicz et al., 2021^[19] ; Acalin et Ball, 2023^[20]). Pour éviter une boucle de rétroaction négative entre hausse des taux d'intérêt, ralentissement de la croissance et creusement des déficits, il est essentiel de mener des politiques budgétaires prudentes, étayées par des cadres budgétaires à moyen terme crédibles. Consciente de ce risque de boucle de rétroaction, l'UE envisage d'intégrer une analyse de viabilité de la dette dans son nouveau cadre de règles budgétaires⁹.

Graphique 1.11. Décomposition des variations du ratio dette/PIB dans la zone OCDE



Note : la décomposition des ratios dette/PIB associe des informations provenant des administrations centrales et des administrations publiques. Pour plus de détails, voir l'Annexe 1.B.

Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales (2023) ; LSEG ; (OECD, 2023_[11]) ; (IMF, 2023_[2]) sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

1.4. Les coûts d'emprunt ont augmenté moins vite en 2023 qu'en 2022

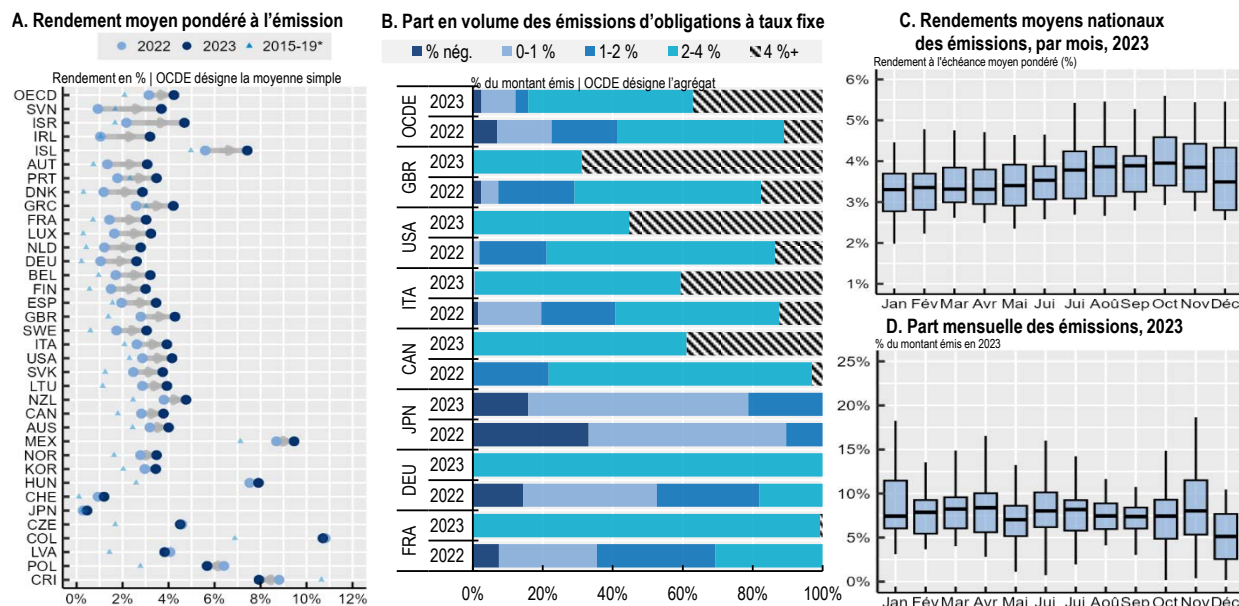
Les coûts d'emprunt pour les nouvelles dettes, mesurés par le taux de rendement à l'échéance au moment de l'émission, sont passés d'environ 3 % en 2022 à 4 % en 2023 en moyenne dans les pays de l'OCDE. Cette hausse représente environ la moitié de l'augmentation de près de 2 points de pourcentage observée en 2022, portant les coûts d'emprunt en 2023 à près de deux fois leur moyenne de 2015-19 (Graphique 1.12). En outre, contrairement à 2022, année où une hausse s'est produite dans tous les pays, cinq pays ont vu leur taux de rendement moyen à l'échéance diminuer en 2023, certaines banques centrales ayant abaissé leurs taux l'année dernière (par exemple le Chili, la Pologne et la Tchéquie). Cela donne à penser que la hausse du taux de rendement à l'échéance ralentit, et qu'il est peu probable que de nouvelles hausses interviennent, car les taux directeurs devraient baisser dans la plupart des pays en 2024 (OECD, 2024_[16]).

Les taux nominaux négatifs, courants dans de nombreux pays européens en 2020 et 2021, ne se sont produits qu'au Japon en 2023 (Graphique 1.12, partie B). En outre, le pourcentage de la dette émise à des coûts d'emprunt inférieurs à 2 % a fortement diminué, chutant de près de 40 % en 2022 à 15 % en 2023, tandis que la proportion de la dette émise avec un rendement supérieur à 4 % a plus que triplé, passant de 11 % en 2022 à 37 % en 2023.

L'augmentation du taux de rendement moyen à l'échéance en 2023 a été plus forte dans les pays européens. Sur les 20 pays ayant enregistré les plus fortes hausses de ce taux au moment de l'émission, 13 appartenaient à la zone euro et 5 étaient des pays européens non membres de la zone euro. Cette tendance reflète l'intensification de la politique de resserrement monétaire menée par la BCE en 2023, qui

marque une rupture par rapport à 2022, année où les hausses des taux directeurs et des rendements intervenues dans les pays de la zone euro comptaient parmi les plus faibles enregistrées (Graphique 1.13, partie A). Parallèlement, l'année 2023 a été marquée par un resserrement de l'écart de rendement par rapport aux obligations allemandes dans 12 pays européens, et cet écart s'est creusé dans 3 pays seulement, peut-être en raison d'une perception de moindre risque, et du panachage des réinvestissements de la BCE dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs.

Graphique 1.12. Coûts d'emprunt des nouvelles émissions de titres de dette



Note : les parties A, B et C du graphique comprennent uniquement les instruments à taux fixe libellés en monnaie nationale, tandis que la partie D comprend toutes les émissions.

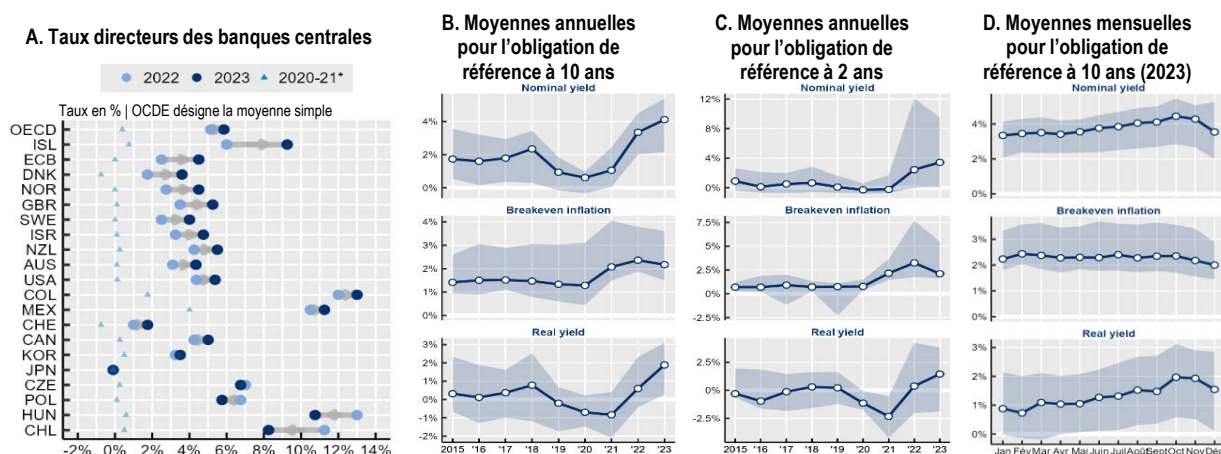
Source : LSEG ; et calculs de l'OCDE.

La hausse des rendements repose principalement sur les anticipations relatives aux taux directeurs des banques centrales, le taux directeur moyen dans la zone OCDE étant passé de 5 % en 2022 à 6 % en 2023 (Graphique 1.13, partie A). En 2023, 15 des 20 banques centrales de la zone OCDE ont relevé leurs taux directeurs. En particulier, la BCE a relevé ses taux directeurs de 2.0 points de pourcentage, soit la deuxième plus forte hausse de la zone OCDE derrière la banque centrale islandaise. La Banque du Japon maintient ses taux directeurs à un niveau proche de zéro depuis 2016, tandis que les banques centrales du Chili, de la Tchèque, de la Hongrie et de la Pologne ont commencé à les abaisser en 2023.

Les taux nominaux sont généralement déterminés par trois facteurs : les taux d'intérêt réels, les anticipations d'inflation et une prime de risque. Les taux d'intérêt réels correspondent aux rendements réels que les consommateurs et les épargnants exigent en contrepartie d'un report de la consommation. Il s'agit d'une estimation du rendement réel des investissements, qui est largement déterminée par les anticipations de croissance économique réelle et la volatilité. Les anticipations d'inflation sont intégrées dans les taux d'intérêt nominaux afin de compenser les anticipations des épargnants en matière de variation des niveaux de prix. La prime de risque indemnise les investisseurs pour l'incertitude entourant les niveaux d'inflation futurs. Cette prime est généralement plus élevée pour les obligations à échéance plus longue du fait que les anticipations à long terme sont entourées d'une incertitude accrue, tandis que les obligations à court terme sont plus directement affectées par les taux directeurs en vigueur et les anticipations d'inflation plus immédiates.

En 2023, les rendements moyens n'ont cessé d'augmenter dans les pays de l'OCDE, coïncidant avec une baisse des points morts d'inflation et une hausse des rendements réels (Graphique 1.13, parties B, C et D)¹⁰. Selon le principe de non-arbitrage, qui suppose que les titres ayant les mêmes flux de trésorerie devraient avoir des prix identiques, le taux au comptant d'une obligation est équivalent au taux au comptant d'une obligation à plus court terme et à la série des taux anticipés à court terme futurs jusqu'à l'échéance de l'obligation. Cela implique que le prix du marché reflète les anticipations selon lesquelles les taux futurs à court terme resteront élevés, ce qui donne à penser qu'à moyenne échéance, les taux directeurs ne se replieront pas au niveau proche de zéro qui a prévalu pendant une grande partie de la dernière décennie - de sorte que les taux demeureront à des niveaux plus élevés sur longue période¹¹.

Graphique 1.13. Facteurs d'augmentation des coûts d'emprunt



Note : les parties B, C et D présentent la moyenne simple de la zone OCDE et la fourchette comprise entre les 10^e et 90^e centiles pour les pays pour lesquels des données sont disponibles.

Source : adapté de (BIS, 2023_[21]) et LSEG.

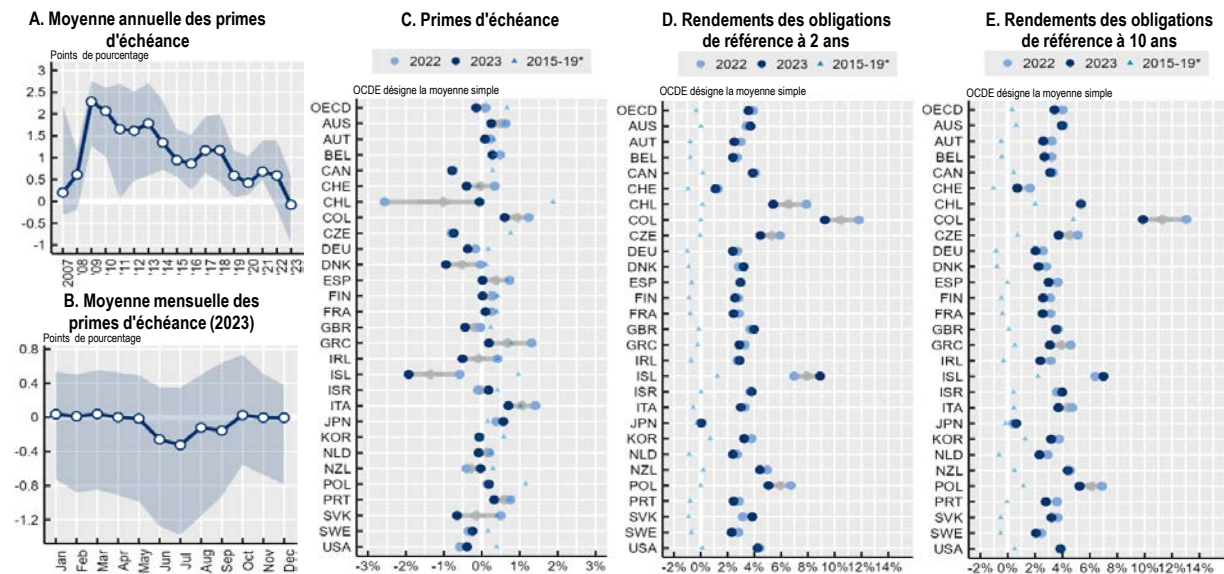
1.4.1. Les primes d'échéance sont à des niveaux historiquement bas, et les courbes de rendement présentent des degrés d'inversion variables

La prime d'échéance (l'écart de rendement sur le marché secondaire des obligations de référence à 10 ans et à 2 ans) est un indicateur clé que les émetteurs souverains doivent prendre en compte lorsqu'ils évaluent le rapport entre coûts et risques. La prime d'échéance est généralement positive, et correspond au rendement supplémentaire demandé par les investisseurs en contrepartie du risque induit par l'achat d'obligations à plus long terme. La prime d'échéance varie en fonction de facteurs tels que l'offre et la demande d'obligations sur l'ensemble de la courbe, les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt, le cycle économique et la croissance de la production. Les OGD peuvent utiliser cette prime pour évaluer l'arbitrage entre la dette à court terme, généralement moins coûteuse et présentant un risque de liquidité et de refinancement accru, et la dette à long terme, habituellement assortie d'un risque de refinancement et de liquidité plus faible, mais plus coûteuse.

La prime d'échéance moyenne dans la zone OCDE a atteint des niveaux historiquement bas, proches de zéro en 2023 (Graphique 1.14, partie A). Ce chiffre est orienté à la baisse depuis 2009, en grande partie du fait de la demande accrue d'échéances plus longues motivée par la recherche de rendements positifs dans un contexte où les banques centrales ont ramené les taux d'intérêt à un niveau égal ou proche de zéro et ont mené des programmes d'assouplissement quantitatif ; des anticipations de niveaux d'inflation futurs plus faibles ; et de la croissance en demi-teinte, qui fait baisser les rendements attendus des investissements futurs (Cohen, P. et Xia, 2018_[22]). Cette tendance à la baisse s'est interrompue en 2021

sur fond d'incertitude accrue quant à la trajectoire des taux directeurs et de l'inflation, mais elle a repris en 2022-23, l'inflation s'atténuant et les marchés anticipant une baisse des taux directeurs en 2024.

Graphique 1.14. Primes d'échéance correspondant à l'écart de rendement des obligations de référence à 10 ans et à 2 ans



Note : les parties A et B présentent la moyenne simple de la zone OCDE et la fourchette comprise entre les 10^e et 90^e centiles.

Source : LSEG ; et calculs de l'OCDE.

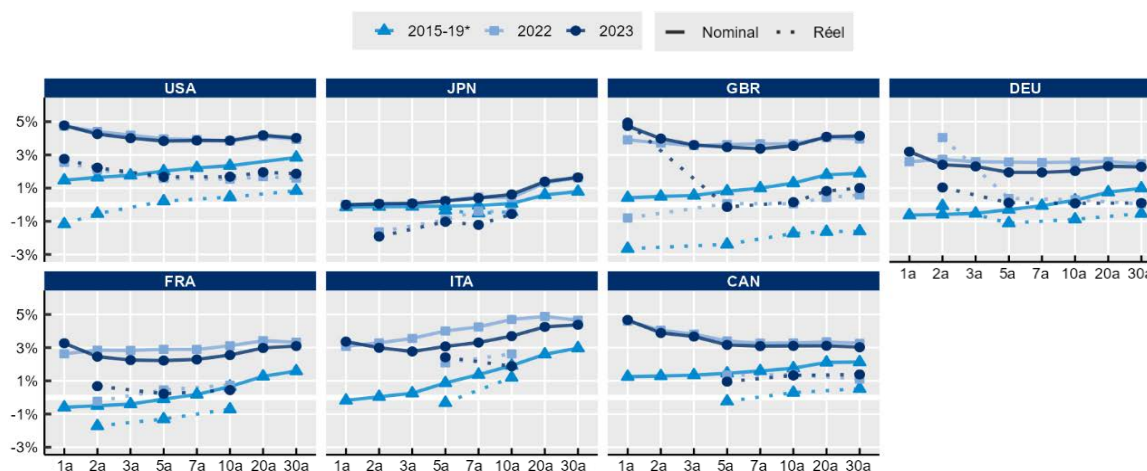
Tout au long de l'année 2023, la prime d'échéance a évolué dans des directions différentes, reflétant le changement des conditions au fil des mois (Graphique 1.14, partie B). Elle est restée stable de janvier à mai avant de refluer en juin et juillet, sous l'effet du recul de l'inflation aux États-Unis et en Europe et des peurs croissantes de récession. De juillet à décembre, la tendance s'est inversée, la prime repartant à la hausse sous l'effet des déséquilibres entre l'offre et la demande provoqués par l'augmentation des besoins d'emprunt, en particulier aux États-Unis, et du resserrement quantitatif.

En 2023, la prime d'échéance a globalement baissé dans plus des deux tiers des pays, mais la dynamique n'était pas la même dans les économies de la zone euro et dans celles hors zone euro (Graphique 1.14, partie C). Dans la zone euro, tous les pays ont enregistré une baisse de la prime d'échéance, de 0.5 point de pourcentage en moyenne, reflétant l'érosion généralisée des rendements à 10 ans dans la région. En dehors de la zone euro, les primes d'échéance ont évolué dans les deux sens, avec une augmentation des rendements à 10 ans dans la moitié des pays et une diminution dans l'autre moitié. Par rapport aux niveaux de 2015-19, le Japon est le seul pays où les primes d'échéance ont augmenté, traduisant la flexibilité accrue du mécanisme de contrôle de la courbe des rendements par la Banque du Japon (BoJ, 2023^[23]).

Dans les pays du G7, les courbes des rendements nominaux sont restées globalement inchangées et se sont inversées en 2023, alors qu'avant la pandémie, presque tous les pays du G7 affichaient des courbes à pente ascendante (Graphique 1.15). La courbe des rendements nominaux du Canada, du Japon et des États-Unis est restée globalement inchangée en 2023. Au cours de la même période, les rendements nominaux ont augmenté à court terme au Royaume-Uni, mais ont légèrement baissé pour les obligations de référence à 5, 7 et 10 ans, ce qui a entraîné une nouvelle inversion. Les rendements à court terme ont également progressé en Allemagne, en France et en Italie en 2023, tandis que leurs courbes de rendements nominaux ont affiché des degrés d'inversion variables.

Les courbes de rendements sont généralement ascendantes, reflétant des primes de risque qui s'alignent sur la durée des obligations, tandis que les pentes descendantes suggèrent des réductions anticipées des donné que le marché s'attend toujours à ce que les taux directs convergent vers le taux neutre à long terme. Compte tenu de la nature cyclique de taux courts élevés pendant les périodes de forte inflation, les courbes de rendement s'inversent souvent pendant ces périodes¹².

Graphique 1.15. Formes des courbes des rendements nominaux et réels dans les pays du G7



Note : l'absence de données signale l'insuffisance de données disponibles. Le rendement réel correspond au rendement nominal diminué du point mort d'inflation pour une même échéance.

Source : LSEG et calculs de l'OCDE.

Les courbes de rendement inversées peuvent avoir une incidence sur l'arbitrage coût-risque entre les différentes stratégies d'emprunt. Elles impliquent que les échéances plus longues supportent des coûts plus faibles et comportent moins de risques que les échéances plus courtes, car les taux sont fixés pour une période plus longue à un niveau plus bas. Cependant, comme les courbes inversées anticipent une baisse des taux d'intérêt, le fait de verrouiller un certain niveau de rendement à plus long terme au moment où les taux d'intérêt sont peut-être sur le point de baisser peut entraîner un risque de regrets. Par conséquent, certains OGD choisissent de privilégier les émissions à échéances plus courtes. En outre, les stratégies d'émission devraient prendre en compte les caractéristiques de la demande sur tout l'éventail des échéances, certains investisseurs privilégiant systématiquement des segments spécifiques de la courbe, tels que la préférence des fonds de pension pour les investissements à plus long terme et la préférence des organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires) pour les instruments à plus court terme. Aussi, une stratégie d'émission bien équilibrée, comportant une offre régulière aux échéances de référence clés sur toute la courbe, est souvent la norme, quelle que soit la forme de la courbe.

À l'instar des courbes de rendements nominaux, les courbes de rendements réels des pays du G7 sont restées globalement inchangées en 2023, tous les pays du G7, à l'exception du Japon, affichant des valeurs largement positives. Fin 2023, les courbes de rendement réel se sont inversées à court terme dans tous les pays du G7, à l'exception du Canada et du Japon.

La principale conséquence des rendements réels positifs est d'exercer une pression sur les soldes primaires, ce qui accroît le risque d'un cercle vicieux de creusement des déficits par le biais d'une augmentation des charges d'intérêts et de la dette. Le décalage entre taux d'intérêt réels et croissance du PIB est un facteur clé de la dynamique d'évolution du ratio dette/PIB. La plupart des dettes publiques des pays de l'OCDE se sont accumulées lorsque la croissance du PIB dépassait les taux réels, ce qui a permis

aux États d'accuser des déficits budgétaires primaires tout en conservant des ratios dette/PIB en baisse. Aujourd'hui, alors que la dette de l'OCDE atteint des niveaux record et est refinancée sur fond de taux d'intérêt réels positifs, la plupart des États doivent dégager des excédents primaires pour stabiliser leurs ratios dette/PIB. Toutefois, y parvenir pourrait être plus difficile que par le passé dans le contexte actuel de tensions accrues sur les dépenses (OECD, 2023^[11]). Les OGD, de par leur rôle d'intermédiaires entre les pouvoirs publics et les marchés, ne peuvent agir que sur le calendrier et sur les échéances de la dette, sans que cela ait d'impact significatif sur les trajectoires du ratio dette/PIB.

1.5. Les charges d'intérêts ont augmenté en 2023 et devraient continuer de s'alourdir en 2024

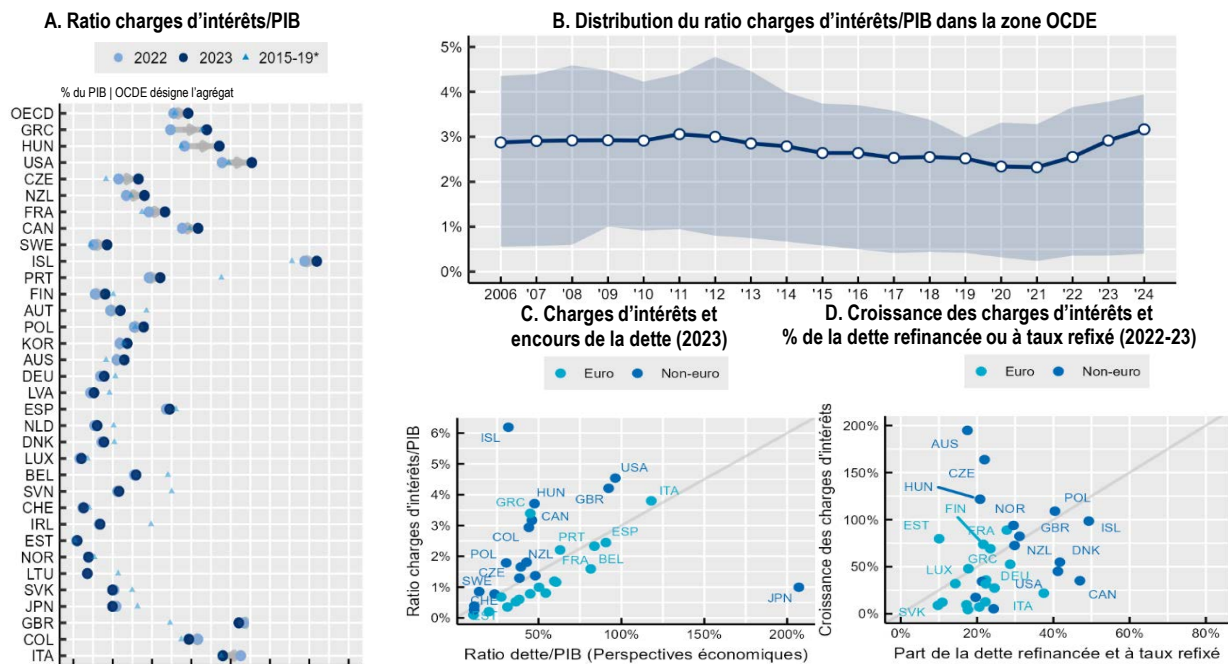
Les charges d'intérêts devraient avoir progressivement augmenté dans les pays de l'OCDE, passant de 2.3 % en 2021 à 2.9 % du PIB en 2023 (Graphique 1.16, partie A). D'après les estimations, le ratio charges d'intérêts/PIB a augmenté dans 20 pays, évolué de façon négligeable dans neuf et diminué dans quatre¹³. Il devrait notamment avoir progressé de plus de 0.5 point de PIB en 2023 aux États-Unis, en Grèce, en Hongrie, en Nouvelle-Zélande et en République tchèque. Face à cette tendance globale à la hausse, l'Italie et le Royaume-Uni devraient en revanche avoir vu leurs charges d'intérêts diminuer en proportion du PIB en 2023, par rapport à 2022, et ce en raison du recul de l'inflation, qui devrait entraîner une diminution des charges d'intérêts au titre des obligations indexées sur l'inflation, lesquelles représentent environ 10 % et 25 % des portefeuilles d'emprunts de ces pays.

Le ratio charges d'intérêts/PIB escompté en 2023 dans la zone OCDE est supérieur de seulement 0.3 point de pourcentage aux niveaux observés sur la période 2015-19 (Graphique 1.16, partie B). Malgré un contexte de rendements plus élevés, seuls 15 pays devraient avoir vu ce ratio augmenter en 2023 par rapport aux niveaux antérieurs à la pandémie. Au cours de cette période, le Royaume-Uni a enregistré la plus forte hausse : son ratio charges d'intérêts/PIB a progressé de 1.8 point de PIB, soit près de deux fois plus qu'en Hongrie (1.0 point) et trois fois plus qu'en France et aux États-Unis (0.6 point de PIB dans les deux pays). Cette progression représente près des deux tiers des dépenses d'investissement annuelles du Royaume-Uni (OECD, 2023^[18]).

Dans la zone euro, les charges d'intérêts sont relativement moins lourdes et ont évolué dans une moindre mesure. En proportion du PIB, elles restent généralement plus faibles dans les pays de la zone euro que dans les pays affichant un ratio dette/PIB comparable, sauf en Italie et en Grèce, ce qui s'explique par le niveau plus bas des taux directeurs de la BCE et par le recul des anticipations d'inflation (Graphique 1.16, partie C). La hausse plus modérée des charges d'intérêts dans la zone euro tient aussi au profil de la dette de ses pays membres (Graphique 1.16, partie D).

En 2023, l'augmentation du ratio charges d'intérêts/PIB a été inférieure à celle du coût moyen d'émission, qui s'est accru de 1 point de pourcentage (Graphique 1.12, partie A), car les charges d'intérêts varient généralement de manière progressive dans les pays de l'OCDE, ceux-ci détenant essentiellement des titres de dette à taux fixe. Comptabilisées sur la base des droits constatés (principale méthode utilisée dans la zone OCDE), les charges d'intérêts s'accumulent chaque année de manière proportionnelle, en fonction du taux de rendement à l'émission et du montant de l'encours¹⁴. Sachant que les pays de l'OCDE procèdent rarement au refinancement de plus d'un quart de leur dette au cours d'une année, les charges d'intérêts évoluent en général de manière marginale (Graphique 1.16, partie B). Les titres indexés sur l'inflation diffèrent de ceux à taux variable dans la mesure où leur coût varie en fonction du niveau du taux d'inflation pour les premiers et des taux d'intérêt pour les seconds.

Graphique 1.16. Évolution des charges d'intérêts des administrations publiques dans la zone OCDE



Note : les charges d'intérêts correspondent aux intérêts bruts versés par les administrations publiques (chiffres tirés des *Perspectives économiques de l'OCDE*). Les valeurs relatives à 2023 sont des estimations et celles relatives à 2024 sont des projections. Dans la partie B, la zone grisée indique la fourchette comprise entre les 10^e et 90^e centiles. La dette dont le taux a été refinancé ou à taux fixe est soit une dette arrivée à échéance et refinancée, soit une dette dont le taux d'intérêt (variable ou indexé sur l'inflation) a été révisé au cours de la période considérée.

Source : Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; (OECD, 2023^[1]) ; (IMF, 2023^[2]) ; sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

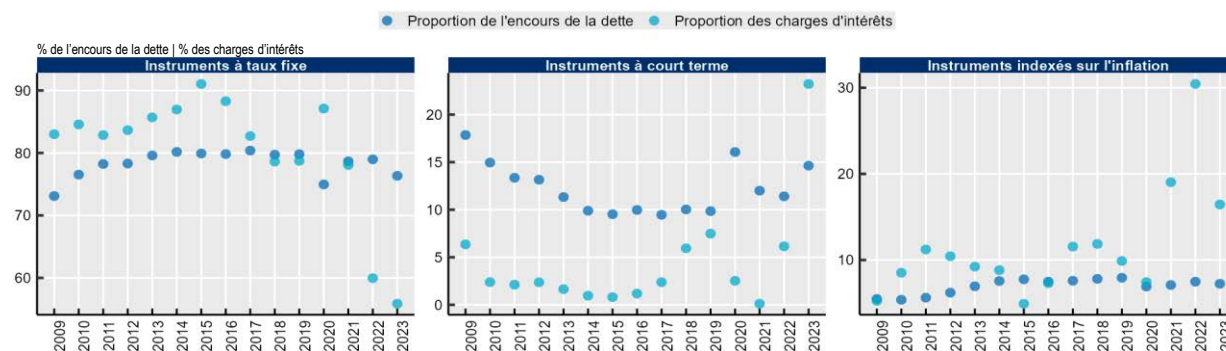
Les charges d'intérêts sur les obligations indexées sur l'inflation ont sensiblement augmenté sous l'effet de la hausse soudaine de l'inflation en 2022-23, mais elles devraient diminuer à l'avenir. En 2022, ce type d'obligations représentait quelque 8 % de l'encours total de la dette de la zone OCDE, mais environ 30 % des charges d'intérêts (Graphique 1.17). En 2023, la part de la dette indexée sur l'inflation dans l'encours total est restée relativement stable, tandis que la proportion des charges d'intérêts liées à ce type d'instrument obligataire a diminué de moitié. Elle représente toutefois encore environ le double de la part de cet instrument dans l'encours total de la dette.

Les charges d'intérêts sur les instruments à taux variable devraient diminuer parallèlement aux taux directeurs en 2024. Étant donné que ces instruments ne représentaient qu'environ 2 % de l'encours de la dette de la zone OCDE et 4 % des charges d'intérêts en 2022-23, la baisse des charges d'intérêts sur la dette à taux variable sera mineure par rapport à celle attendue sur les titres indexés sur l'inflation.

Les instruments à court terme suivent une trajectoire comparable à celle des titres à taux variable, quoique décalée dans le temps. Ils représentent en outre une part beaucoup plus importante de l'encours de la dette. Alors que les coûts d'emprunt des instruments à taux variable évoluent rapidement en fonction des taux directeurs, les instruments à court terme sont refinancés aux taux en vigueur lorsqu'ils arrivent à échéance. Les paiements d'intérêts versés au titre de ces instruments ont donc été relativement modestes en 2022, nombre d'entre eux ayant été émis à la fin de 2021 ou au début de 2022, à des taux plus faibles. En 2023, les instruments à court terme représentaient toutefois 15 % du portefeuille de dette et 23 % des charges d'intérêts. Étant donné que le décalage temporel peut aller jusqu'à un an, une diminution des charges d'intérêts correspondantes, dans l'hypothèse d'une baisse des taux directeurs en 2024, n'est pas attendue avant 2025 (OECD, 2024^[16]).

S'agissant des instruments à taux fixe, qui représentent près de 80 % du portefeuille d'emprunts des pays de la zone OCDE, une hausse des charges d'intérêts est attendue à court et à moyen terme. Sur la période 2009-20, la part des charges d'intérêts sur les titres à taux fixe était, en moyenne, supérieure de 10 % à la part de ces instruments dans l'encours total. Cet écart tient au fait qu'une grande partie de l'encours de la dette à taux fixe a été émise au cours de la décennie précédente, lorsque les taux étaient plus élevés que pendant la période 2009-20. On s'attend à l'avenir à une évolution similaire de la situation : les titres à taux fixe récemment émis sont assortis de taux plus élevés, ce qui entraînera une hausse des charges d'intérêts, même en cas de baisse des taux directeurs.

Graphique 1.17. Parts de divers instruments dans l'encours de la dette de la zone OCDE et charges d'intérêts



Note : la proportion des charges d'intérêts est calculée sur la base des droits constatés. Des précisions méthodologiques figurent à l'Annexe 1.C.

Source : Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; et calculs de l'OCDE.

1.5.1. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent présenter des avantages à plus long terme en matière de gestion des coûts et des risques, même sur fond de hausse des charges d'intérêts

En théorie, le coût d'émission de titres d'emprunt à taux fixe est plus élevé du fait du risque de durée, tandis que l'émission de titres indexés sur l'inflation est généralement moins onéreuse, les investisseurs étant disposés à payer une prime pour se protéger contre l'inflation. En 2022-23, il s'est toutefois révélé plus coûteux d'émettre des titres indexés sur l'inflation que des titres à taux fixe en raison d'un taux d'inflation nettement supérieur à l'objectif. Il est important de noter que la véritable rentabilité d'une obligation indexée sur l'inflation ne peut être évaluée qu'à l'échéance, par comparaison avec une obligation à taux fixe. Si le taux d'inflation moyen sur la durée de vie de l'obligation est inférieur au point mort d'inflation à l'émission, on peut conclure que l'obligation indexée sur l'inflation était rentable, et inversement.

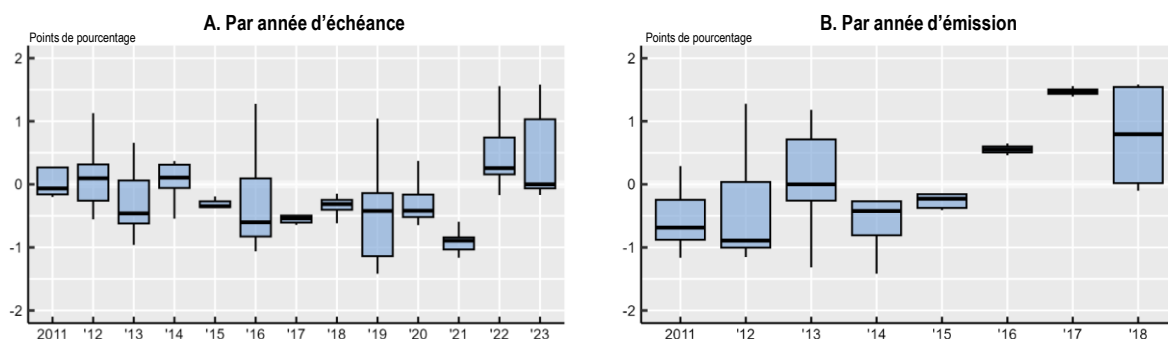
Il ressort d'une analyse de paires correspondantes d'obligations indexées sur l'inflation et d'obligations à taux fixe que les titres indexés sur l'inflation sont généralement rentables. Dans 66 % des paires correspondantes arrivées à échéance entre 2011 et 2021, le coût des obligations indexées sur l'inflation était inférieur à celui de leurs équivalents à taux fixe (Graphique 1.18, partie A). À l'inverse, dans 85 % des paires correspondantes arrivées à échéance entre 2022 et 2023, les obligations à taux fixe se sont révélées plus rentables. En analysant les obligations en fonction de leur année d'émission, on constate que les titres indexés sur l'inflation émis entre 2011 et 2015 étaient généralement rentables, contrairement à ceux émis entre 2016 et 2018 (Graphique 1.18, partie B). À l'avenir, à mesure que le taux d'inflation refluera vers l'objectif et que les paiements d'intérêts au titre des obligations indexées sur l'inflation

diminueront, les instruments à taux fixe devraient constituer le principal facteur de la hausse des charges d'intérêts.

Au-delà de leur rentabilité potentielle, les obligations indexées sur l'inflation peuvent présenter plusieurs avantages pour les OGD (OECD, 2023^[24]). D'un point de vue budgétaire, la corrélation entre les charges d'intérêts sur les obligations indexées sur l'inflation et les recettes publiques peut permettre de stabiliser le rapport entre ces deux variables¹⁵. En outre, le marché des titres d'emprunt indexés sur l'inflation diffère de celui des obligations classiques, ce qui permet aux émetteurs souverains de diversifier leur base d'investisseurs et d'allonger l'échéance de leur portefeuille d'emprunts, les investisseurs en titres de dette indexés sur l'inflation privilégiant généralement des échéances plus longues¹⁶. Enfin, signalant la volonté des autorités de maîtriser l'inflation, ce type d'obligations peut favoriser la stabilité des prix¹⁷.

D'autres éléments relatifs aux instruments indexés sur l'inflation doivent également être pris en considération par les émetteurs, notamment la forte volatilité potentielle du niveau des charges d'intérêts. De fait, si les avantages liés au coût moins élevé de ce type d'instrument se matérialisent progressivement, les charges d'intérêts augmentent, elles, de manière brutale en période d'inflation élevée. Cet instrument peut donc présenter un risque de réputation asymétrique, dans la mesure où sa rentabilité se concrétise progressivement sur de nombreuses années, tandis que le coût de son financement monte en flèche et devient très apparent lorsque l'inflation s'envole.

Graphique 1.18. Écart entre les taux d'intérêt effectifs d'obligations à taux réel et d'obligations nominales correspondantes



Note : aux fins de ce graphique, 91 obligations indexées sur l'inflation émises en Allemagne, en Australie, au Chili, au Danemark, en Corée, en Espagne, aux États-Unis, en France, en Italie, au Royaume-Uni, en Suède et en Türkiye ont été rapprochées de leur équivalent à taux fixe ayant les dates d'échéance et d'émission les plus proches. Les dates d'émission et d'échéance des paires correspondantes se situent toutes dans une fenêtre de 60 jours. Pour les obligations émises en Espagne, au Royaume-Uni et en Türkiye, cette période a été portée jusqu'à 180 jours, car il était quasiment impossible d'établir des rapprochements plus étroits. Les coûts ont été calculés selon la méthode décrite à l'Annexe 1.C.

Source : Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; et calculs de l'OCDE.

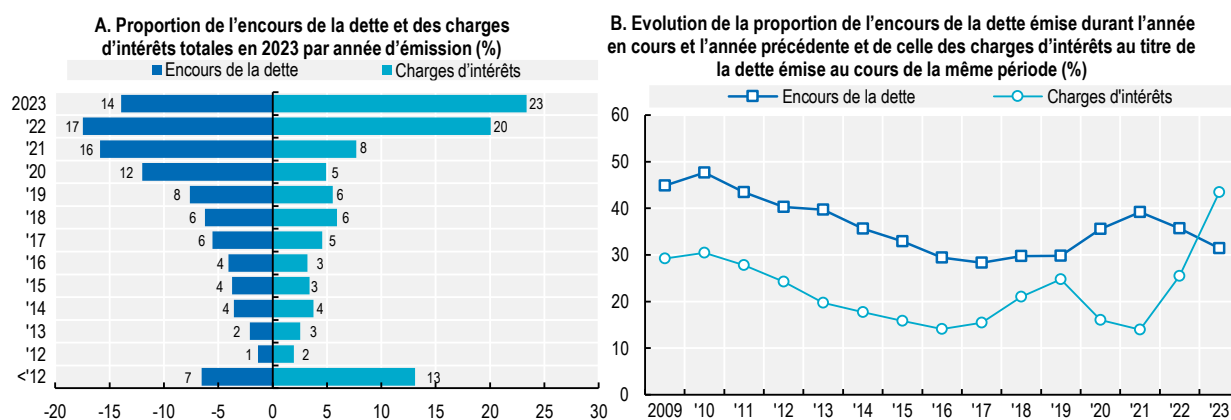
1.5.2. Le refinancement de la dette pourrait accroître les charges d'intérêts de 0.5 % du PIB sur la période 2024-26

Environ 60 % des obligations en circulation dans la zone OCDE sont assorties de coupons dont le taux a été fixé avant 2022 et feront probablement l'objet d'un refinancement à des taux plus élevés à l'avenir (Graphique 1.19, partie A). L'encours de dette de la zone OCDE se compose d'environ 30 % de titres émis en 2022-23, alors que les taux avaient déjà commencé à augmenter, et de 10 % de titres indexés sur l'inflation et d'instruments à taux variable, qui tiennent déjà compte du niveau plus élevé des taux d'intérêt et d'inflation. Par conséquent, les charges d'intérêts devraient augmenter à court et à moyen terme, sous l'effet du refinancement des obligations à taux fixe et de l'émission de nouveaux emprunts.

Le cycle de resserrement monétaire actuel a eu une incidence non négligeable sur les coûts d'emprunt, la part de la dette des pays de l'OCDE émise en 2022-23 (30 %) représentant environ 40 % des charges d'intérêts. Il s'agit de la première fois depuis le début de la série de données (soit 2009) que la proportion des paiements d'intérêts au titre de la dette émise durant l'année en cours et l'année précédente dépasse celle de l'encours de la dette émise au cours de cette même période (Graphique 1.19, partie B).

Parallèlement, la dette émise au plus fort de la pandémie, en 2020-21, représente aussi presque 30 % de l'encours actuel de la dette de la zone OCDE, mais moins de 15 % des charges d'intérêts. Par ailleurs, environ 7 % de l'encours de la dette émise avant 2012 représente 13 % des paiements d'intérêts du fait des taux relativement plus élevés observés pendant et juste après la crise financière mondiale.

Graphique 1.19. Échéancier rétrospectif de l'encours de la dette de la zone OCDE et des charges d'intérêts



Note : l'« échéancier rétrospectif » de la dette indique les différentes années au cours desquelles les obligations en circulation ont été émises, par opposition à un échéancier prospectif classique. Les charges d'intérêts ont été calculées selon la méthode décrite à l'Annexe 1.C.

Source : Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; et calculs de l'OCDE.

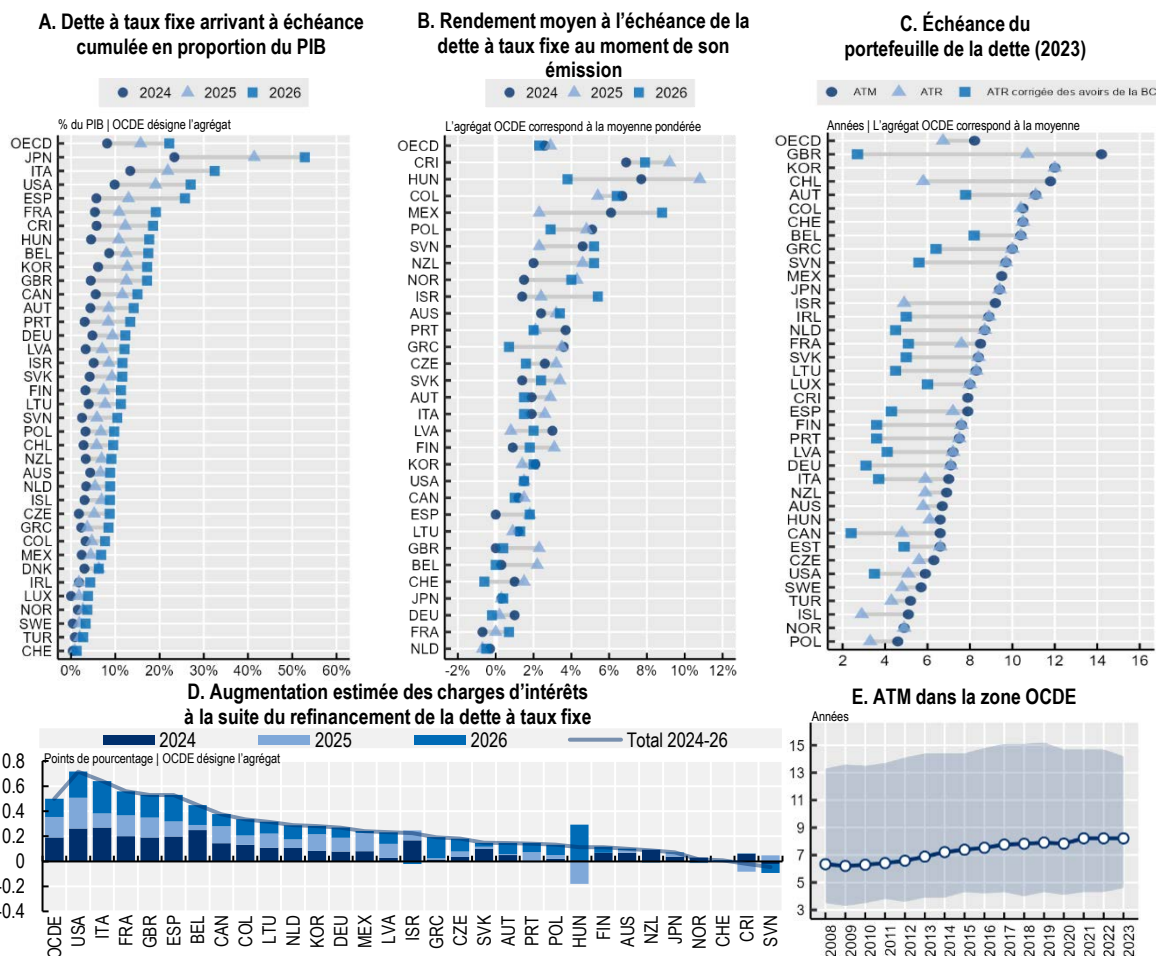
Une proportion d'instruments à taux fixe représentant près d'un quart du PIB de la zone OCDE arrivera à échéance d'ici à 2026 (Graphique 1.20, partie A). Celle-ci dépassera 20 % du PIB dans cinq pays de l'OCDE, à savoir le Japon (52 %), l'Italie (33 %), les États-Unis (27 %), l'Espagne (27 %) et la France (20 %)¹⁸. Ces pays pourraient être confrontés à des risques de refinancement accrus si les taux d'intérêt restent élevés pendant l'essentiel de cette période.

Plus le rendement à l'échéance d'un titre d'emprunt au moment de son émission est faible, plus l'incidence budgétaire d'un refinancement de ce titre à un taux plus élevé est importante. Dans la zone OCDE, le rendement moyen à l'échéance de la dette à taux fixe échéant d'ici à 2026 oscille entre 2 % et 3 %, contre environ 4 % pour les titres à taux fixe émis en 2023 (Graphique 1.20, partie B). Le Costa Rica et la Slovaquie, qui ont émis en 2023 des obligations à taux fixe dont le rendement à l'échéance est inférieur à celui de la dette échéant entre 2024 et 2026, pourraient voir les tensions sur leurs charges d'intérêts diminuer en cas de refinancement au cours des trois prochaines années. À l'inverse, 19 pays de l'OCDE, dont tous les pays du G7 à l'exception du Japon, ont émis en 2023 des obligations à taux fixe présentant un rendement à l'échéance supérieur de plus de 1 point à celles arrivant à échéance d'ici à 2026.

Compte tenu de ces écarts entre le rendement à l'échéance de la dette à taux fixe arrivant à échéance et celui des nouvelles émissions, on estime que les charges d'intérêts des administrations publiques des pays de l'OCDE augmenteront de 0.5 point de PIB d'ici à 2026, sous l'effet du seul refinancement de la dette à taux fixe (Graphique 1.20, partie D)¹⁹. Cette hausse attendue, qui équivaut à celle des dépenses annuelles que les pays de l'OCDE consacrent en moyenne à la protection de l'environnement (OECD,

2023₍₁₈₎, est relativement plus marquée dans quelques grands pays émetteurs, dont les États-Unis, l'Italie, la France et le Royaume-Uni.

Graphique 1.20. ATM, ATR et risques de refinancement dans la zone OCDE



Note : les acronymes ATM et ATR désignent respectivement la durée moyenne jusqu'à l'échéance (*average term to maturity*) et la durée moyenne jusqu'à la refixation du taux d'intérêt (*average term to refixing*), qui correspondent toutes deux à une moyenne pondérée de l'encours. La partie C présente les chiffres de l'ATR corrigés des avoirs de la banque centrale (BC) uniquement pour les pays dans lesquels la banque centrale communique la structure des échéances ou la durée moyenne jusqu'à l'échéance des obligations d'État qu'elle détient. Dans la partie E, l'Estonie n'est pas prise en compte dans le calcul de la moyenne en raison de la forte variabilité de la durée moyenne jusqu'à l'échéance de son portefeuille de dette.

Source : Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; (OECD, 2023₍₁₁₎) ; sites web des autorités nationales ; et calculs de l'OCDE.

Par rapport à la hausse des rendements, l'augmentation attendue des charges d'intérêts liée au refinancement de la dette est relativement faible, l'échéance moyenne des portefeuilles d'emprunts des pays membres de l'OCDE étant d'environ 8 ans à compter de 2023 (Graphique 1.20, partie C). Au cours des deux dernières décennies, les émetteurs souverains ont, dans l'ensemble, allongé l'échéancier de leur portefeuille de dette (Graphique 1.20, partie E), essentiellement en vue de réduire le risque de refinancement. Par conséquent, plus de la moitié de la dette des pays de l'OCDE arrivera à échéance après 2027 ou fera l'objet d'une refixation de taux au-delà de cette date, ce qui les protège en partie de l'incidence du cycle de resserrement actuel sur les charges d'intérêts et atteste donc l'intérêt d'échéanciers plus longs.

1.6. Le resserrement quantitatif accroît les besoins d'emprunt et l'offre nette d'obligations sur les marchés, influant sur la base d'investisseurs et la liquidité des marchés

L'ampleur des avoirs des banques centrales en obligations souveraines, conjuguée au resserrement des politiques monétaires, a considérablement influé sur les marchés de titres d'État, ainsi que sur les portefeuilles de dette souveraine. Les achats massifs de titres d'État réalisés par les banques centrales ont été financés par l'émission de réserves. Si l'on prend le bilan du secteur public dans son ensemble, les avoirs obligataires des banques centrales sont pour l'essentiel assimilables à une dette à taux variable vis-à-vis de créanciers privés. Vu sous cet angle, environ un tiers de la dette publique équivaut à de la dette à taux variable (Graphique 1.20, partie A), ce qui ramène la durée moyenne jusqu'à la refixation du taux d'intérêt du portefeuille de créances des pays de l'OCDE dotés d'un programme d'assouplissement quantitatif de 8 à 5 ans (Graphique 1.20, partie C). Ceci masque non seulement les risques de taux d'intérêt auxquels les États sont confrontés, mais aussi les charges d'intérêts ; au lieu de prendre la forme d'une augmentation des paiements d'intérêts, la hausse des coûts se traduit par une réduction des bénéfices distribués par les banques centrales ou par des demandes de couverture des pertes.

La hausse des taux d'intérêt réduit les bénéfices ou entraîne des pertes sur les avoirs obligataires des banques centrales (ECB, 2023^[25] ; OECD, 2023^[26]). Cela se produit de deux manières. Premièrement, des taux d'intérêt plus élevés alourdissent le coût des engagements liés aux taux directeurs et aux taux de rémunération des dépôts. L'impact est d'autant plus fort lorsque les banques centrales ont entrepris des mesures d'assouplissement quantitatif, dans la mesure où le montant des engagements liés aux dépôts bancaires rémunérés utilisés pour acheter des obligations est plus important. Deuxièmement, si les banques centrales ont mis en œuvre un programme d'assouplissement quantitatif et recourent à la méthode de comptabilisation en valeur de marché ou vendent activement des obligations, la hausse des taux réduit la valeur de leurs avoirs du fait de l'application de taux d'actualisation plus élevés à leurs flux de trésorerie fixes²⁰.

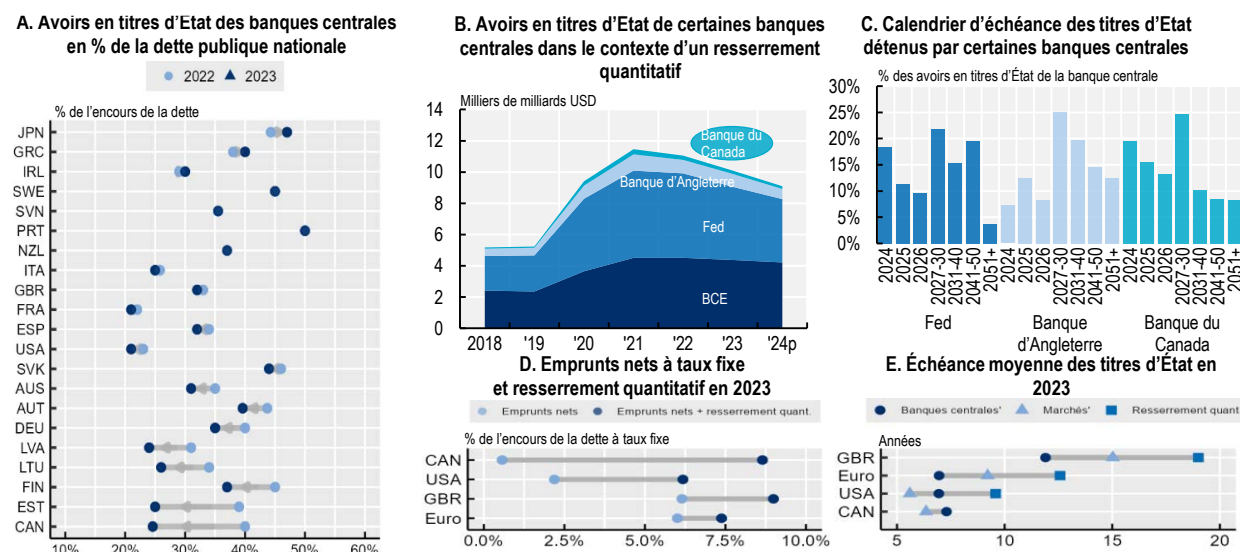
Les pertes subies par les banques centrales peuvent avoir une incidence sur les besoins d'emprunt bruts de l'État, dans la mesure où elles donnent lieu à une interruption de la distribution de leurs bénéfices ou à des demandes de couverture des pertes. Les banques centrales tirent généralement des revenus de seigneurage de l'émission de billets non porteurs d'intérêts aux fins de l'acquisition d'actifs porteurs d'intérêts. Ces revenus varient entre 0.1 et 0.9 % du PIB (Reis, 2013^[27]). Les pertes peuvent entraîner une suspension de la distribution des bénéfices, voire, selon le pays, donner lieu à une recapitalisation ou à une couverture des pertes par l'administration centrale (Bell et al., 2023^[28])²¹.

Au Royaume-Uni, les pertes de la banque centrale ont donné lieu à une indemnisation directe par l'État, tandis qu'aux États-Unis et dans certains pays de l'UE, elles ont conduit à une interruption du reversement des bénéfices. La Banque d'Angleterre, qui utilise la méthode de comptabilisation en valeur de marché et dont les obligations détenues ont l'échéance moyenne la plus longue de tous les pays de l'OCDE (Graphique 1.20, parties C et E), est confrontée à des pertes de grande ampleur. Depuis octobre 2022, l'État britannique a consacré environ 1 % du PIB à la couverture des pertes de sa banque centrale, sachant que celles-ci devraient atteindre 5 % du PIB (UK Office for Budget Responsibility, 2023^[29]). Dans la zone euro, où les banques centrales nationales redistribuaient auparavant chaque année entre 0.1 % et 0.2 % du PIB de la zone euro aux pays membres, aucune distribution de bénéfices ne devrait avoir lieu pendant 11 ans en Allemagne, 4 ans aux Pays-Bas, 3 ans en France et 2 ans en Espagne (Belhocine, Bhatia et Frie, 2023^[30]). Après une décennie de versements annuels à l'administration fédérale américaine, lesquels se sont hissés à pas moins de 0.5 % du PIB en 2020, la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) a cessé de dégager un bénéfice au troisième trimestre de 2022 et ne devrait pas reprendre les versements avant 2027 (Castro et Jordan-Wood, 2023^[31]).

Exprimés en pourcentage de la dette publique nationale, les avoirs moyens des banques centrales en obligations d'État ont diminué en 2023, passant de 37 % à 33 % dans une sélection de 21 pays de l'OCDE (Graphique 1.21, partie A)²². Des baisses notables ont été observées au Canada, en Finlande et dans les pays baltes.

Les quatre plus grandes banques centrales qui ont entrepris un resserrement quantitatif, à savoir la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada, ont ramené leurs avoirs en titres d'État de 11 500 milliards USD en 2021 à 10 000 milliards USD en 2023 (Graphique 1.21, partie B). Une nouvelle réduction de 1 000 milliards USD est prévue en 2024. Cela représente une baisse annuelle de leurs avoirs en titres d'État d'environ 7 % sur la période 2021-24.

Graphique 1.21. Portefeuille de titres d'État des banques centrales et resserrement quantitatif



Note : dans la partie A, les données d'enquête de l'OCDE utilisées datent de la fin 2022 et de juin 2023. Les valeurs relatives à 2024 sont des prévisions fondées sur le rythme de resserrement quantitatif indiqué par les banques centrales sur les sites internet, ainsi que sur les échéanciers de leurs portefeuilles. La Banque centrale européenne (BCE) ne figure pas dans la partie C car elle ne communique pas la structure des échéances de ses titres d'État. Les parties D et E reposent sur les données qui étaient disponibles à la fin décembre 2023 sur les sites internet des banques centrales. Seules les obligations détenues au titre du programme d'achats de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic emergency purchase programme*, PEPP) sont comprises dans les avoirs de la BCE.

Source : Enquêtes 2022 et 2023 sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État ; Enquête 2023 de l'OCDE sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; (OECD, 2023^[11]) ; et sites web des autorités nationales.

Les banques centrales peuvent opérer un resserrement quantitatif soit en ne réinvestissant pas ou seulement partiellement le produit des obligations arrivant à échéance (resserrement quantitatif passif), soit en cessant les réinvestissements et en cédant directement une partie de ses avoirs obligataires (resserrement quantitatif actif). La BCE et les banques centrales du Canada et des États-Unis procèdent à un resserrement quantitatif passif (BoC, 2022^[32] ; ECB, 2023^[33] ; OECD, 2023^[34] ; BIS, 2023^[35] ; Fed, 2022^[36]), tandis que la Banque d'Angleterre a opté pour une stratégie active. (BoE, 2022^[37]). À l'inverse, la Banque du Japon mène un programme d'assouplissement quantitatif en raison du faible niveau d'inflation que connaît le pays (BIS, 2023^[35])²³. Parmi ces banques centrales, la Banque du Canada devrait afficher la plus forte baisse des avoirs en titres d'État sur la période 2021-24 (soit 50 %). À titre de comparaison, les portefeuilles de titres d'État de la Fed, de la Banque d'Angleterre et de la BCE devraient diminuer respectivement d'environ 25 %, 40 % et 7 %. Les avoirs en titres d'État de la BCE, qui a adopté un rythme de réduction du bilan plus lent, devraient dépasser ceux de la Fed dans le courant de l'année 2024.

Le rythme des programmes de resserrement quantitatif concordera en général avec la structure des échéances des obligations détenues par les banques centrales (Graphique 1.21, partie C). Près de 50 % des titres d'État détenus par la Banque du Canada arriveront à échéance d'ici à 2026, contre 40 % dans le cas de la Fed et 30 % dans celui de la Banque d'Angleterre. En revanche, environ 50 % des titres d'État détenus par la Banque d'Angleterre arriveront à échéance après 2031, alors que ce chiffre est de 40 % dans le cas de la Fed et de 30 % dans celui de la Banque du Canada.

Dans la mesure où les banques centrales détiennent essentiellement des titres d'État à taux fixe, les programmes de resserrement quantitatif ont sensiblement accru l'offre de ce type d'instrument sur le marché. Les nouvelles émissions d'emprunts à taux fixe ont représenté respectivement 1 % de l'encours de la dette à taux fixe au Canada, 2 % aux États-Unis et 6 % dans la zone euro et au Royaume-Uni. Mais si l'on tient compte du surcroît d'offre qui découle du resserrement quantitatif, ces instruments représentent 9 % de l'encours de la dette à taux fixe au Canada, 6 % aux États-Unis, 7 % dans la zone euro et 9 % au Royaume-Uni (Graphique 1.21, partie D).

Le resserrement quantitatif se traduit non seulement par un accroissement de la dette à absorber par le marché, mais aussi par un allongement de l'offre nette de durée en l'absence de modification de la stratégie d'émission par les gestionnaires de la dette²⁴. Au Canada et aux États-Unis, la durée moyenne jusqu'à l'échéance des avoirs de la banque centrale est supérieure de 1 an à celle des obligations en circulation (Graphique 1.21, partie E). Le Royaume-Uni fait face à des tensions supplémentaires liées à l'offre de durée sur le marché, dans la mesure où le resserrement quantitatif actif opéré par la Banque d'Angleterre a donné lieu à la vente d'obligations ayant une durée moyenne jusqu'à l'échéance de près de 20 ans²⁵.

1.6.1. La base d'investisseurs pour la dette souveraine devient plus sensible aux prix

Outre la définition du type d'instrument et de la structure des échéances des émissions, les gestionnaires de la dette publique sont chargés de veiller à la diversité de la base d'investisseurs (OECD, 2019^[38]). Celle-ci est indispensable au vu de la diversité des comportements et des besoins d'investissement des différents investisseurs. Elle réduit la probabilité de mouvements d'achat ou de vente uniformes, favorisant ainsi l'approfondissement et la liquidité des marchés. Elle permet en outre aux émetteurs souverains de mieux gérer les arbitrages entre les coûts et les risques, dans la mesure où certains investisseurs désirent prendre des risques pour obtenir des rendements élevés et que d'autres privilégient des stratégies plus prudentes et programmées. La diversification géographique peut constituer un autre facteur de soutien de la demande en rendant un émetteur moins tributaire de la situation macrofinancière de certaines régions.

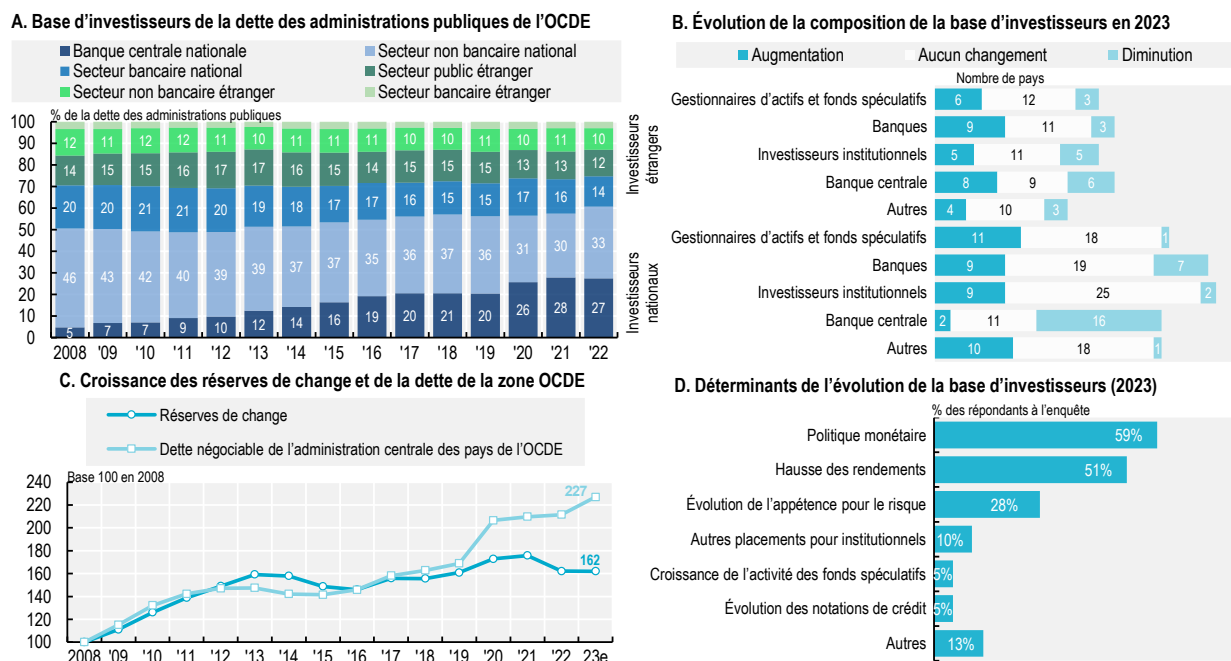
Les émetteurs souverains s'efforcent d'établir une base d'investisseurs stable par de nombreuses façons, notamment en renforçant la transparence des opérations relatives à la dette, en dialoguant fréquemment avec les investisseurs, en diversifiant leur offre de produits et en prenant des mesures propres à accroître la liquidité des marchés. Une stratégie d'émission cohérente et prévisible peut jouer un rôle crucial dans la constitution d'une base d'investisseurs stable. Des émetteurs souverains dans plus de 50 pays, dont près de 30 dans la zone OCDE, ont notamment émis des obligations durables, et ce essentiellement à des fins de diversification de la base d'investisseurs (ainsi qu'il est expliqué plus en détail au chapitre 3).

Au cours des 15 dernières années, la base d'investisseurs de la dette des administrations publiques des pays de l'OCDE a sensiblement évolué sous l'effet du rôle accru joué par les banques centrales nationales sur ces marchés. De fait, la part de la dette souveraine détenue par des banques centrales nationales est passée de 5 % en 2008 à 27 % en 2022 (Graphique 1.22, partie A) en raison de l'augmentation de leurs achats d'obligations d'État nouvellement émises et déjà en circulation dans un contexte d'offre croissante. En parallèle, la proportion de la dette souveraine détenue par les investisseurs nationaux a diminué, la part des banques nationales étant tombée de 46 % à 33 % et celle du secteur non bancaire de 20 % à 14 %.

Après avoir oscillé entre 28 % et 31 % entre 2008 et 2019, la part de la dette souveraine détenue par des investisseurs étrangers a diminué en 2020, lorsque les banques centrales ont relancé ou accéléré le rythme de leur programme d'assouplissement quantitatif pour faire face à la pandémie. La part détenue par des investisseurs publics étrangers est tombée à 12 % en 2022, après avoir culminé à 17 % en 2013. Ce recul coïncide avec la divergence entre le taux de croissance de l'encours de la dette publique des pays de l'OCDE et celui des réserves de change mondiales (Graphique 1.22, partie D) ; bien que les deux aient progressé à un rythme comparable entre 2008 et 2015, les réserves de change ont augmenté de 9 % durant la période 2015-23, tandis que l'encours de la dette des pays de l'OCDE a progressé de 57 % sur la même période (Graphique 1.22, partie C)²⁶.

Les données d'enquête indiquent que, par rapport à la période 2008-22, la composition de la base d'investisseurs s'est en partie inversée en 2023, la part des banques centrales nationales ayant diminué et celle du secteur financier non bancaire augmenté (Graphique 1.22, partie B). En 2023, si l'on examine la ventilation de la dette souveraine entre ses détenteurs, on constate que la part des banques centrales nationales a diminué dans 16 pays, et que celle des gestionnaires d'actifs et des fonds spéculatifs nationaux a augmenté dans 11 pays, celle des investisseurs institutionnels s'est accrue dans neuf pays et la part des investisseurs autres a progressé dans dix pays. Ces évolutions témoignent d'une absorption croissante de l'offre d'obligations d'État par le secteur financier non bancaire en période de resserrement monétaire et de hausse des taux (Graphique 1.22, partie D).

Graphique 1.22. Composition de la base d'investisseurs de la dette souveraine de la zone OCDE



Note : la partie A renvoie à la moyenne des pays de l'OCDE pondérée par l'encours de leur dette, à partir des données tirées des Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains.

Source : Enquêtes 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés secondaires ; Enquête 2023 sur les titres de dette négociables des administrations centrales ; LSEG ; (OECD, 2023^[1]) ; (IMF, 2023^[39]) ; IMF, 2023^[40] ; IMF, 2023^[2]) ; et sites web des autorités nationales.

À mesure que le resserrement quantitatif se poursuit, on ignore encore quels types d'investisseurs absorberont l'offre supplémentaire d'obligations d'État et comment la structure des échéances et les taux évolueront. Ces facteurs influenceront sur les profils de coût et de risque des portefeuilles de dette souveraine. Il ne s'agira pas d'un simple retour à la structure de la base d'investisseurs observée avant l'amorce des

grands programmes d'assouplissement quantitatif en 2008. À l'heure actuelle, l'encours de dette négociable des administrations centrales des pays de l'OCDE s'établit, en pourcentage du PIB, aux alentours de 83 %, contre 53 % en 2008 ; cette hausse de 30 points de pourcentage est en grande partie imputable aux avoirs obligataires des banques centrales. En raison du resserrement quantitatif et de la persistance d'un niveau d'emprunt élevé, le marché devra absorber un volume net record, ce qui pourrait avoir des conséquences sur les coûts d'emprunt et la structure des échéances.

On s'attend à ce qu'une part croissante de la dette souveraine soit détenue par des investisseurs plus sensibles aux prix, ce qui pourrait exercer des tensions à la hausse sur les rendements. À l'inverse, les banques centrales achètent en général des obligations d'État indépendamment de leur prix, puisqu'elles obéissent à un mandat de stabilité des prix. Elles sont aussi considérées comme des vendeurs insensibles aux variations de prix dans le cadre d'un resserrement quantitatif, dans la mesure où elles sont disposées à en céder pour s'acquitter de leur mandat, indépendamment des prix du marché²⁷.

À moyen terme, la demande de la part des investisseurs étrangers pourrait augmenter à mesure que les coûts actuellement élevés de couverture du risque de change diminuent, mais leur demande de titres libellés en monnaies fortes pourrait baisser si les économies enregistrent des résultats plus solides et évitent une récession. Les cycles de resserrement font généralement grimper les coûts de couverture du risque de change, car les investisseurs doivent se protéger contre une appréciation de la monnaie dans un contexte de creusement des écarts de taux d'intérêt et de volatilité accrue des taux de change. Par ailleurs, un atterrissage en douceur des économies pourrait renforcer l'attrait des titres d'État libellés dans des monnaies plus faibles et réduire ainsi la demande d'obligations souveraines de la plupart des pays de l'OCDE. À l'inverse, une récession se traduirait probablement par une « fuite vers des valeurs refuges », qui profiterait notamment à l'Allemagne et aux États-Unis et entraînerait une baisse des coûts d'emprunt.

Les réglementations applicables influent sur la demande de titres d'État de la part des banques nationales. Le renforcement des exigences de liquidité par la réglementation Bâle III au lendemain de la crise financière mondiale a entraîné une hausse de la demande de titres d'État de la part des banques au cours des dix dernières années, mais ces exigences accrues ont également réduit la probabilité qu'une nouvelle réglementation soit mise en place, étant donné que le secteur bancaire est resté globalement résilient face au cycle actuel de resserrement monétaire (FSB, 2023^[41]). Cela dit, à la suite des turbulences traversées par ce secteur au premier semestre de 2023, les États-Unis envisagent d'instaurer de nouvelles règles en matière de fonds propres, ce qui pourrait accroître la demande de titres d'État de la part des établissements américains (CRS, 2023^[42]).

Les banques satisfont souvent aux exigences de liquidité en détenant soit des titres d'État soit des réserves auprès de la banque centrale, en fonction des niveaux de rendement (Eren, Schrimpf et Xia, 2023^[43]), du risque de durée et de considérations liées aux devises. En période de resserrement monétaire, le risque de durée incite les banques à préférer les réserves bancaires aux obligations ; elles recourent cela dit aux obligations en cas d'amélioration des conditions de financement. Les banques ne devraient donc pas constituer de gros acheteurs de titres d'État en période de resserrement quantitatif, comme en témoigne la diminution de leurs avoirs en obligations d'État en 2022. Toutefois, à moyen terme, si un assouplissement monétaire devait se produire, la demande de titres d'État de la part des banques pourrait augmenter, à condition que l'écart de rendement par rapport aux réserves détenues auprès des banques centrales compense le risque de durée plus élevé.

À mesure que les investisseurs étrangers et les banques nationales réduiront leurs avoirs en titres d'État au cours du cycle de resserrement, le secteur non bancaire national devrait devenir le principal acheteur marginal de nouveaux titres d'État. La tendance observée en 2022-23 devrait donc se poursuivre durant le cycle de resserrement en cours. Très varié, le secteur non bancaire national comprend les investisseurs les plus sensibles aux prix (Fang, Hard et Lewis, 2023^[44]), tels que les fonds de placement, les fonds spéculatifs et les ménages. Ces derniers ont acheté en 2022-23 un montant record d'obligations d'État dans le cadre de dispositifs destinés aux particuliers (Encadré 1.2).

La demande d'obligations d'État de la part des fonds de pension et des compagnies d'assurance sera probablement fonction de l'évolution des rendements à long terme. Ce type d'investisseurs recherchent des rendements plus élevés et des échéances plus longues pour équilibrer leur passif. En 2023, la situation macroéconomique incertaine a toutefois pesé sur la demande d'obligations à long terme dans certains pays²⁸. La définition d'exigences minimales en matière de détention d'obligations d'État par les fonds de pension peut également influencer sur leurs avoirs, bien qu'aucune modification réglementaire de ce type ne soit prévue dans un avenir proche (OECD, 2023^[45]).

Parmi les fonds de placement, les organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires), les fonds à capital variable et les fonds spéculatifs contribuent à la liquidité des marchés mais peuvent aussi être à l'origine de leur instabilité. Les OPC monétaires, qui investissent souvent massivement dans des titres d'État à court terme, peuvent rapidement vendre des actifs pour honorer les demandes de remboursement des investisseurs en période de tensions sur les marchés. Les fonds à capital variable sont quant à eux exposés à des asymétries de liquidité dans la mesure où ils garantissent des remboursements quotidiens et détiennent des obligations ; ils peuvent ainsi être incités à vendre des actifs à prix bradés au début d'une crise pour éviter de devoir les céder ultérieurement et subir d'importantes pertes. Les fonds spéculatifs, qui peuvent devoir se défaire rapidement de leurs positions obligataires en période de volatilité accrue, sont également susceptibles d'exacerber les mouvements de vente²⁹.

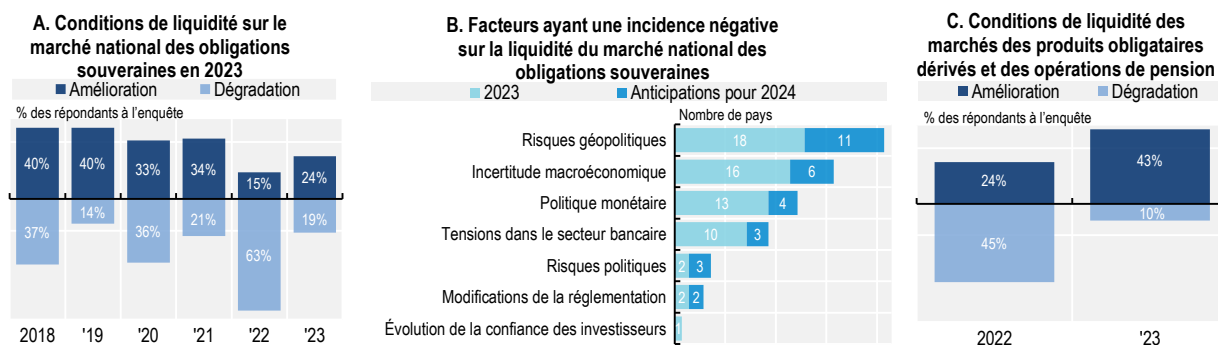
Les émetteurs souverains estiment que la participation du secteur financier non bancaire aux marchés obligataires favorise leur liquidité, mais qu'elle peut aussi amplifier la sensibilité de ces marchés aux chocs³⁰. Les établissements du secteur non bancaire qui investissent dans des obligations d'État obéissent à un cadre réglementaire différent de celui qui s'applique aux banques. De plus, comme ils ne sont pas des spécialistes en valeurs du Trésor, ils ne sont pas tenus de conserver un certain niveau de liquidités et proposent un double cours continu. Par conséquent, en période de volatilité accrue, ils peuvent parfois accentuer l'instabilité des marchés. Une telle situation s'est produite en 2020, lorsque les banques centrales sont intervenues pour acheter un grand nombre de titres d'État, puis à nouveau à l'automne 2022, lors de la crise du « mini-budget » britannique, qui a été exacerbée par les positions obligataires des fonds de pension³¹.

Si le secteur financier non bancaire devient un détenteur d'obligations d'État encore plus important, il sera crucial de préserver la liquidité en période de tensions accrues sur les marchés. Ces enjeux de liquidité peuvent également susciter des inquiétudes quant à la stabilité financière, si bien que les banques centrales et les autorités de réglementation réfléchissent à des mesures qui leur éviteraient de devoir intervenir directement sur les marchés pour les stabiliser, comme elles ont dû le faire en 2020³². Il s'agit là d'un enjeu majeur pour les émetteurs souverains, sachant que la vente de titres d'État à prix bradés peut entraîner une hausse des coûts d'emprunt, voire les empêcher d'accéder à des liquidités en période de crise.

1.6.2. La liquidité des marchés s'est améliorée en 2023 mais la volatilité reste forte

La liquidité du marché secondaire des obligations d'État est essentielle pour permettre l'accès au marché primaire et réduire au minimum les coûts des emprunts souverains sur le long terme. Par conséquent, les conditions de liquidité font partie des principaux facteurs surveillés de très près par les offices de gestion de la dette souveraine (OECD, 2018^[46]). Le pourcentage d'OGD ayant fait état d'une baisse de la liquidité est passé d'un plus haut de 63 % en 2022 à 19 % en 2023 (Graphique 1.23). Les émetteurs souverains estiment que les principaux facteurs ayant eu une incidence négative sur la liquidité en 2023 sont les risques géopolitiques et le ralentissement des échanges mondiaux. Les risques géopolitiques ont eu incidence plus marquée que les incertitudes macroéconomiques par rapport à 2022 (Graphique 1.23, partie B).

Graphique 1.23. Évolution récente de la liquidité et facteurs déterminants



Note : les parties A et B couvrent tous les pays de l'OCDE, qui ont répondu à une seule et même question. En revanche, la partie C couvre uniquement les pays qui ont répondu à la question de l'enquête se rapportant à l'évolution de la liquidité considérée.

Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés secondaires.

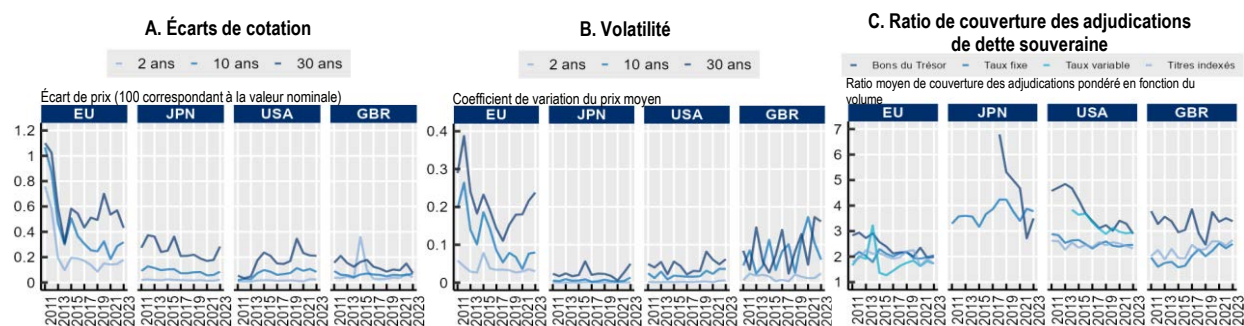
En 2023, les pays de l'OCDE ayant fait état d'une amélioration de la liquidité sur les marchés des opérations de pension et des produits dérivés ont été plus nombreux que ceux ayant connu une détérioration, ce qui marque une évolution notable par rapport à 2022 (Graphique 1.23, partie C). La liquidité de ces marchés a augmenté essentiellement sous l'effet du resserrement quantitatif, ce qui a eu pour effet d'accroître le flottant (c'est-à-dire la part de la dette détenue par le marché) et, partant, l'offre de titres d'État pouvant être utilisés dans le cadre d'opérations de pension et d'opérations sur produits dérivés à des fins de couverture. Cependant, certains émetteurs affichant un niveau d'emprunt net négatif n'ont pas fait état d'une amélioration de la liquidité sur leurs marchés, ce qui laisse penser que la réduction de leurs emprunts a peut-être contrebalancé l'augmentation des garanties mises sur le marché des opérations de pension et des produits dérivés par les banques centrales³³.

Les OGD mesurent la liquidité du marché à l'aide de multiples indicateurs, tels que les écarts de cotation, l'activité du marché, la volatilité et les indicateurs relatifs aux adjudications. En 2023, ces indicateurs ont fourni des signaux quelque peu contradictoires (Graphique 1.24).

Les écarts de cotation ont quasiment retrouvé les niveaux observés avant la pandémie. Aux États-Unis, ces écarts sont stables, quoique toujours légèrement plus élevés qu'avant la pandémie ; dans la zone euro, les écarts de cotation de l'indice de référence à 30 ans se sont nettement resserrés ; au Japon, les écarts se sont creusés en 2023, en particulier à l'extrémité longue de la courbe, du fait de l'approche plus souple adoptée par la Banque du Japon en matière de contrôle de la courbe des rendements ; et au Royaume-Uni, ils se sont réduits à l'extrémité longue de la courbe.

Dans la zone OCDE, la volatilité reste supérieure aux niveaux antérieurs à la pandémie, notamment à l'extrémité longue de la courbe des rendements. De nombreux pays de l'OCDE ont constaté que l'évolution structurelle des marchés avait contribué à l'accroissement de la volatilité, au même titre que les incertitudes macroéconomiques et géopolitiques actuelles, ainsi qu'à l'émergence d'une base d'investisseurs plus sensibles aux prix. Malgré cette volatilité accrue et l'augmentation des besoins d'emprunt, les obligations émises par voie d'adjudication dans la zone OCDE ont été pour la plupart sursouscrites, signe d'un vif intérêt de la part des investisseurs³⁴.

Graphique 1.24. Évolution récente des indicateurs de liquidité



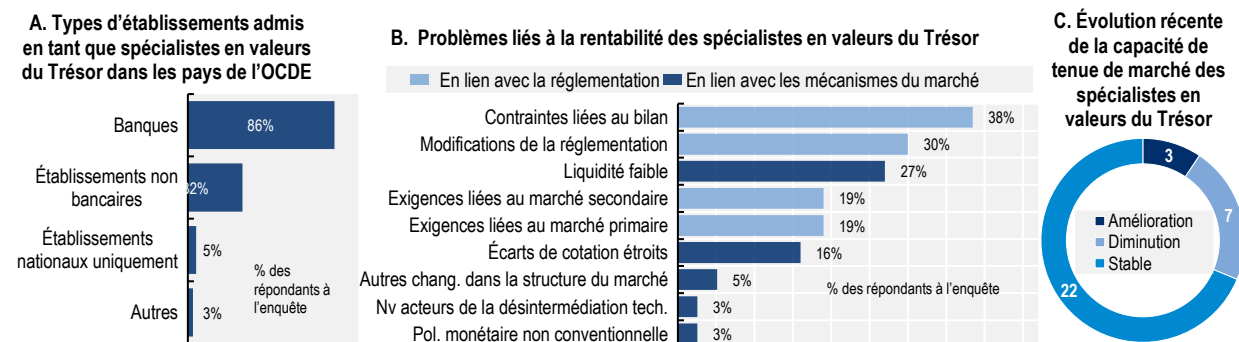
Note : les écarts de cotation correspondent à la moyenne annuelle pour chaque indice de référence. La volatilité est exprimée par le coefficient de variation annuel moyen (c'est-à-dire le rapport entre l'écart-type et la moyenne) du cours moyen de chaque indice de référence. Le ratio de couverture des adjudications est une moyenne pondérée par le volume émis ; pour la zone euro, la médiane des moyennes pondérées de chacun de ses pays membres a été utilisée afin d'éliminer les effets des valeurs aberrantes.

Source : LSEG ; et calculs de l'OCDE.

Les indicateurs relatifs aux adjudications revêtent une grande importance, car les émetteurs souverains empruntent principalement par l'intermédiaire d'adjudications auxquelles, dans la plupart des cas, seuls les établissements spécialistes en valeurs du Trésor peuvent prendre directement part³⁵. Ce système contraste avec celui des bourses classiques, où les participants négocient directement les uns avec les autres, comme c'est le cas sur les marchés d'actions et de produits dérivés. Les spécialistes en valeurs du Trésor achètent des obligations dans le cadre d'adjudications, interviennent sur le marché des courtiers interprofessionnels et proposent essentiellement des opérations de gré à gré à leurs clients³⁶.

En achetant et en distribuant des obligations, les spécialistes en valeurs du Trésor contribuent pour beaucoup à la liquidité des marchés. Étant donné qu'il s'agit principalement de banques (Graphique 1.25, partie A)³⁷, ces établissements sont soumis à des exigences accrues en vertu de la réglementation Bâle III mise en place au lendemain de la crise financière mondiale, ce qui alourdit les contraintes liées à leur bilan et pourrait avoir une incidence sur leurs capacités de stockage des titres (Graphique 1.25, partie B). Sachant qu'ils sont tenus de conserver un certain montant de fonds propres pour couvrir le risque de règlement, plus le volume des transactions est grand, plus les exigences de fonds propres augmentent. Si les courtiers ne disposent pas de fonds propres suffisants ou ne peuvent pas obtenir le niveau requis rapidement, leur capacité de négoce est limitée. C'est ce qui s'est produit aux États-Unis, où le niveau de liquidité a chuté lorsque les spécialistes en valeurs du Trésor ont fait un recours intensif à leur bilan (Duffie et al., 2023^[47])³⁸. Bien que ces contraintes aient joué un rôle moins important dans le cadre du précédent cycle d'assouplissement quantitatif, elles se trouvent accentuées en période de volatilité accrue, et en particulier lorsque les marchés doivent absorber le surcroît d'offre généré par le resserrement quantitatif.

Graphique 1.25. Spécialistes en valeurs du Trésor admis et facteurs influant sur la rentabilité de leur activité



Note : le Chili, le Costa Rica, l'Estonie et la Suisse ne disposent pas de spécialistes en valeurs du Trésor.

Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés secondaires.

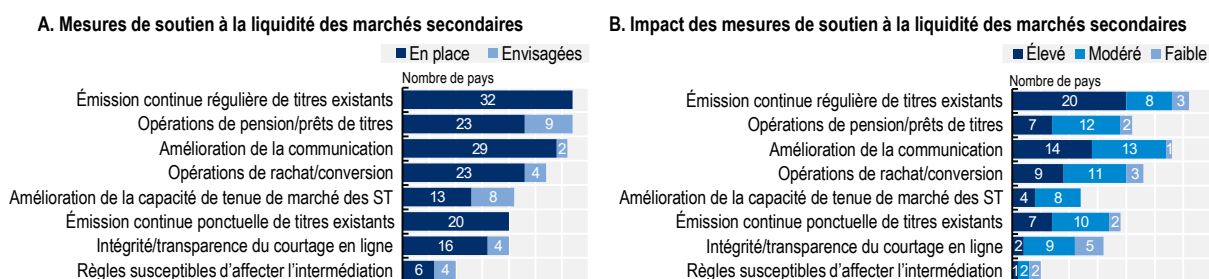
Malgré la volatilité accrue et l'augmentation des besoins d'emprunt, les spécialistes en valeurs du Trésor sont restés en mesure de jouer leur rôle. La plupart des pays de l'OCDE ont fait état d'une stabilité de la capacité de tenue de marché des spécialistes en valeurs du Trésor (Graphique 1.25, partie C), des diminutions ayant été signalées uniquement en période de tensions accrues sur les marchés. L'approche consistant à sélectionner des courtiers pour promouvoir la concurrence et renforcer les activités de marché s'est révélée efficace³⁹. Pour faire face au contexte difficile actuel, des OGD ont entrepris de réviser les critères d'évaluation des performances des courtiers dans huit pays de l'OCDE, d'accroître leurs privilèges dans quatre pays et d'alléger leurs obligations dans deux autres.

Parmi les mesures couramment prises pour soutenir la liquidité des marchés, l'émission continue régulière de titres existants, les mécanismes de prêt de titres, l'amélioration de la communication et les opérations de rachat et de conversion sont considérées comme les plus efficaces (Graphique 1.26)⁴⁰. D'autres initiatives ont récemment été prises, notamment aux États-Unis, où nouveau programme de rachat débutera en 2024 (US DMO, 2023_[48])⁴¹, et en Suisse, où l'OGD prévoit de constituer un portefeuille d'obligations d'État pour les marchés monétaires garantis.

Lorsque les taux sont plus élevés, l'émission continue de titres d'État a un coût immédiat, mais elle présente des avantages à plus long terme. De fait, dans un tel contexte, l'émission continue d'obligations qui se négocient à un taux inférieur à la normale signifie que l'État accumule plus de dette qu'il ne lève de fonds, ce qui accroît son niveau d'endettement net. Elle se traduit toutefois par une réduction des charges d'intérêts du fait des primes de liquidité plus faibles, ce qui permet aux OGD de s'acquitter de leur mandat à long terme consistant à allier coûts d'emprunt faibles et maîtrise des risques.

S'agissant des mécanismes de prêt de titres, ils permettent aux OGD de stabiliser les courbes de rendement, d'uniformiser les taux des opérations de pension, de fournir des garanties et des liquidités à des fins de tenue de marché, de réduire les écarts de cotation et d'accéder au marché des opérations de pension pour leurs propres besoins de gestion de trésorerie. L'objectif principal des OGD est d'aider le marché sans occuper une position dominante, sachant que les grands émetteurs sont souvent plus actifs. Les interventions de grande ampleur sont généralement exceptionnelles. Il est largement admis que les avantages de ces mécanismes l'emportent sur leurs coûts opérationnels (informatique, ressources humaines et comptabilité, entre autres).

Graphique 1.26. Mesures de soutien à la liquidité des marchés



Source : Enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés secondaires.

Anticipant d'éventuelles évolutions sur les marchés découlant du resserrement quantitatif, certains émetteurs souverains envisagent d'élargir la compensation centrale sur les marchés des obligations d'État. Pour ce faire, il faut qu'une chambre de compensation avec contrepartie centrale joue le rôle d'intermédiaire auprès des acheteurs comme des vendeurs. À l'heure actuelle, les marchés des obligations d'État, contrairement aux marchés des opérations de pension et des produits dérivés, ne font pas l'objet d'une compensation centrale. En Allemagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni, seul un volume négligeable de transactions passe par une chambre de compensation avec contrepartie centrale ; en Italie et au Japon, les transactions entre courtiers font l'objet d'une compensation centrale, contrairement à celles entre courtiers et clients (FSB, 2022^[49]).

La compensation centrale présente l'avantage de réduire la pression sur les bilans des spécialistes en valeurs du Trésor et de garantir l'accès aux aides des banques centrales en cas de crise. En compensant des transactions réciproques, une chambre de compensation peut réduire les obligations de règlement, et ce dans une proportion pouvant atteindre 53 % au Royaume-Uni (Baranova et al., 2023^[50]) et étant allée jusqu'à 70 % aux États-Unis (Fleming et Keane, 2021^[51]) et au Canada (Chen et al., 2022^[52]) pendant la pandémie. La possibilité qu'ont les chambres de compensation avec contrepartie centrale de recourir aux réserves de la banque centrale et aux mécanismes de prêt de titres favorise en outre l'efficacité de la négociation durant de telles périodes, en servant d'appui en cas de défaillance et pour assurer la compensation des transactions. Par ailleurs, une amélioration de la transparence pré- et post-négociation, conjuguée à une compensation centrale, permettrait à tous les intervenants sur le marché de négocier entre eux (*all-to-all trading*) sur les marchés des obligations d'État. Un tel système n'existe actuellement qu'en Israël (Kutai, Nathan et Wittwer, 2023^[53]), mais il permettrait d'accroître encore la liquidité sur d'autres marchés (Chaboud et al., 2022^[54]).

Il convient de peser soigneusement tout changement structurel sur les marchés des obligations d'État, tel que l'élargissement de la compensation centrale et le développement du « *all-to-all trading* », du fait des risques que de tels changements pourraient faire peser sur le système actuel. Premièrement, certains acteurs du marché préfèrent dans bien des cas passer directement par un courtier pour bénéficier d'une tarification avantageuse et d'une exécution discrète des transactions de taille importante, sachant que la fidélité des clients incite les spécialistes en valeurs du Trésor à négocier même en période de vives tensions. Deuxièmement, ces réformes pourraient entraîner une concentration des risques au sein des chambres de compensation. Troisièmement, même si des réformes pourraient renforcer la capacité d'intermédiation des courtiers, cette marge de manœuvre supplémentaire au niveau du bilan risque d'être réorientée vers d'autres domaines d'activité, ce qui pourrait nuire à la liquidité des marchés des obligations d'État. Il convient donc d'envisager toute réforme structurelle avec prudence et de procéder de manière progressive, en fixant des objectifs à long terme et en menant une vaste consultation de marché, comme le font les émetteurs souverains. L'annonce faite récemment par l'autorité américaine des marchés financiers (*U.S. Securities and Exchange Commission, SEC*) selon laquelle tous les titres du Trésor

américain devraient faire l'objet d'une compensation centrale d'ici à 2026 marque une évolution majeure sur le plus grand et le plus important marché obligataire du monde.

Compte tenu de l'évolution des conditions de marché et de la dynamique des investisseurs, il convient d'accorder une attention particulière au suivi et au soutien de la liquidité des marchés de titres d'État. Les offices de gestion de la dette souveraine devraient surveiller de près les conditions de marché et continuer à faire preuve de vigilance en recourant à diverses mesures de soutien à la liquidité, telles qu'une amélioration de la communication, l'émission continue de titres existants, les opérations de rachat et de conversion, ainsi que les mécanismes de prêt de titres.

Références

- Acalin, J. et L. Ball (2023), « Did the U.S. really grow out of its World War II debt? », *National Bureau of Economic Research*, vol. Working Paper No. 31577, <http://www.nber.org/papers/w31577>. [20]
- Bank of England (2022), « Asset Purchase Facility: Gilt Sales », *Market Notice 1 September 2022*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2022/september/apf-gilt-sales-market-notice-1-september-2022> (consulté le 16 January 2024). [68]
- Baranova, Y. et al. (2023), « The potential impact of broader central clearing on dealer balance sheet capacity: a case study of UK gilt and gilt repo markets », *BoE Staff Working Paper No. 1,026*, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2023/the-potential-impact-of-broader-central-clearing-on-dealer-balance-sheet-capacity.pdf>. [50]
- Belgian Debt Agency (2023), *Bons d'Etat*, <https://www.debtagency.be/fr/productsbeinfo>. [12]
- Belhocine, N., A. Bhatia et J. Frie (2023), « Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications », *IMF Working Paper 23/145*, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/07/07/Raising-Rates-with-a-Large-Balance-Sheet-The-Eurosystems-Net-Income-and-its-Fiscal-535549>. [30]
- Bell, S. et al. (2023), « Why are central banks reporting losses? Does it matter? », *BIS Bulletin* 68, <https://www.bis.org/publ/bisbull68.htm>. [28]
- BIS (2023), « Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis », *Committee on the Global Financial System Papers No. 68*, <https://www.bis.org/publ/cgfs68.pdf>. [35]
- BIS (2023), *Central bank policy rates*, <https://www.bis.org/statistics/cbppl.htm> (consulté le 20 December 2023). [21]
- Bjellerup, M. et J. Rådahl (2023), « Debt Office Commentary: Long-term conditions for debt management », *Swedish National Debt Office*, vol. 2023 Number 3, <https://www.riksgalden.se/contentassets/ea257dc12453430186b47e2bcfe20376/debt-office-commentary-long-term-conditions-for-debt-management.pdf>. [3]
- Blanchard, O., Á. Leandro et J. Zettelmeyer (2021), « Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards », *Economic Policy*, vol. 36/106, <https://doi.org/10.1093/epolic/eiab003>. [58]
- BoC (2022), « Understanding quantitative easing », *Bank of Canada*, <https://www.bankofcanada.ca/2022/06/understanding-quantitative-easing/#:~:text=QE%20helps%20stabilize%20the%20economy,interest%20they%20pay%20o%20bondholders>. [32]

- BoE (2022), « Asset Purchase Facility: Gilt Sales – Market Notice 20 October 2022 », *Bank of England*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2022/october/asset-purchase-facility-gilt-sales-market-notice-20-october-2022>. [37]
- Boitreau, S. et L. Secunho (2020), « Retail investors in government debt: Can fintech bring about cheaper, more inclusive programs? », *World Bank Blog*, <https://blogs.worldbank.org/psd/retail-investors-government-debt-can-fintech-bring-about-cheaper-more-inclusive-programs>. [15]
- BoJ (2023), « Statement on Monetary Policy October 31 », https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k231031a.pdf. [23]
- Castro, M. et J. Jordan-Wood (2023), « The Fed's Remittances to the Treasury: Explaining the 'Deferred Asset' », *Federal Reserve Bank of ST. Louis*, <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2023/nov/fed-remittances-treasury-explaining-deferred-asset>. [31]
- Chaboud, A. et al. (2022), « All-to-All Trading in the U.S. Treasury Market », *New York Fed Staff Report No. 1036*, https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr1036. [54]
- Chen, J. et al. (2022), « Potential netting benefits from expanded central clearing in Canada's fixed-income market », *Bank of Canada Staff Analytical Note 2022-8*, <https://www.bankofcanada.ca/2022/06/staff-analytical-note-2022-8/>. [52]
- Cohen, B., H. P. et D. Xia (2018), « Term premia: models and some stylised facts », *BIS Quarterly Review, September 2018*, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809h.htm. [22]
- CRS (2023), « Bank Capital Requirements: Basel III Endgame », *Congressional Research Service*, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R47855>. [42]
- Duffie, D. et al. (2023), « Dealer Capacity and U.S. Treasury Market Functionality », *New York Fed Staff Report No. 1070*, <https://doi.org/10.59576/sr.1070>. [47]
- EC (2023), « Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) », *News Article*, https://finance.ec.europa.eu/news/commission-adopts-report-functioning-money-market-funds-regulation-mmf-2023-07-20_en. [67]
- ECB (2023), « Overall amount of unrealised losses in euro area banks' bond portfolios contained », *Press Release*, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230728_1~4d466b8b80.en.html. [25]
- ECB (2023), « Quantitative tightening: rationale and market impact », *European Central Bank Speech*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230302~41273ad467.en.html>. [33]
- Eren, E., A. Schimpf et F. Xia (2023), « The demand for government debt », *BIS Working Paper No. 1105*, <https://www.bis.org/publ/work1105.htm>. [43]
- Escolano, J. (2010), « A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates », *IMF Technical Notes and Manuals*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf>. [55]

- European Parliament (2023), « Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules », *Economic Governance and EMU Scrutiny Unit*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741504/IPOL_IDA\(2023\)741504_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741504/IPOL_IDA(2023)741504_EN.pdf). [66]
- Fang, X., B. Hard et K. Lewis (2023), « Who holds sovereign debt and why it matters », *BIS Working Papers No. 1099*, <https://www.bis.org/publ/work1099.pdf>. [44]
- FCA (2022), « Resilience of Money Market Funds », *UK Financial Conduct Authority*, <https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp22-1-resilience-money-market-funds>. [61]
- Fed (2022), « Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm>. [36]
- Fleming, M. et F. Keane (2021), « The Netting Efficiencies of Marketwide Central Clearing », *New York Fed Staff Report No. 964*, https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr964. [51]
- FSB (2023), « Promoting Global Financial Stability », *2023 FSB Annual Report*, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P111023.pdf>. [41]
- FSB (2023), « Thematic Peer Review on Money Market Fund Reforms: Summary Terms of Reference and request for public feedback », *Announcement*, <https://www.fsb.org/2023/08/thematic-peer-review-on-money-market-fund-reforms-summary-terms-of-reference-and-request-for-public-feedback/>. [59]
- FSB (2022), « Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation », *Progress report*, <https://www.fsb.org/2022/11/enhancing-the-resilience-of-non-bank-financial-intermediation-progress-report-2/>. [65]
- FSB (2022), « Liquidity in Core Government Bond Markets », *Report*, <https://www.fsb.org/2022/10/liquidity-in-core-government-bond-markets/>. [49]
- Garcia-Macia, D. (2023), « The Effects of Inflation on Public Finances », *IMF Working Paper WP/23/93*, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/05/05/The-Effects-of-Inflation-on-Public-Finances-533099>. [57]
- Government of Canada (2022), *Update on the 2022-23 Debt Management Strategy*, <https://www.budget.canada.ca/fes-eea/2022/report-rapport/anx2-en.html>. [8]
- IMF (2023), « Foreign Exchange Reserves », *IMF Data*, <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>. [39]
- IMF (2023), « IMF Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies », *IMF Data*, <https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-datasets/external/pubs/ft/wp/2012/Data/wp12284.ashx>. [40]
- IMF (2023), *World Economic Outlook (October 2023)*, https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD (consulté le 1 December 2023). [2]
- Italian Ministry of Economy and Finance (2023), « Press releases », *MeF Website*, <https://www.mef.gov.it/en/ufficio-stampa/comunicati/2023/index.html>. [9]

- Kutai, A., D. Nathan et M. Wittwer (2023), « Exchanges for Government Bonds? Evidence during COVID-19 », *Bank of Israel*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3882548. [53]
- Lybek, T. (2023), « Hungarian Monetary Policy Operations Before, During, and After the Pandemic: Hungary », *IMF*, <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/018/2023/005/article-A001-en.xml>. [56]
- Ministry of Finance of Japan (2023), « Debt management report », *MoF website*, https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm. [10]
- National Savings & Investments (2023), , *Annual report*, <https://nsandi-corporate.com/performance/annual-reports>. [11]
- OECD (2024), *OECD Economic Outlook, Interim Report February 2024: Strengthening the Foundations for Growth*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/0fd73462-en>. [16]
- OECD (2023), *Government at a Glance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/3d5c5d31-en>. [18]
- OECD (2023), *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 1*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ce188438-en>. [26]
- OECD (2023), *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 2*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/7a5f73ce-en>. [1]
- OECD (2023), *OECD Economic Surveys: Israel 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/901365a6-en>. [34]
- OECD (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/09b4cfba-en>. [24]
- OECD (2023), *Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>. [45]
- OECD (2022), *OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 2*, OECD Publishing, https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2022/issue-2_f6da2159-en. [4]
- OECD (2019), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2019*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/aa7aad38-en>. [38]
- OECD (2018), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2018*, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/sov_b_outlk-2018-en. [46]
- Portuguese Treasury and Debt Management Agency (2023), « Government Debt Statistics », *IGCP*, <https://www.igcp.pt/en/1-4-399/statistics/government-debt/>. [14]
- Rawdanowicz, Ł. et al. (2021), « Constraints and demands on public finances: Considerations of resilient fiscal policy », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1694, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/602500be-en>. [19]
- RBA (2022), « From QE to QT – The next phase in the Reserve Bank’s Bond Purchase Program », *Reserve Bank of Australia Speech*, <https://www.rba.gov.au/speeches/2022/sp-ag-2022-05-23.html>. [64]

- RBNZ (2022), « Reserve Bank details planned sales of New Zealand Government Bonds », *Reserve Bank of New Zealand*, <https://www.rbnz.govt.nz/hub/domestic-markets-media-releases/reserve-bank-details-planned-sales-of-new-zealand-government-bonds>. [62]
- Reis, R. (2013), « The Mystique Surrounding the Central Bank's Balance Sheet », *American Economic Review* 103(3), pp. 135–140, <https://doi.org/10.1257/aer.103.3.135>. [27]
- SRB (2022), « Press Releases », *Sveriges Riksbank*, <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/press-releases/2022/policy-rate-raised-by-1-percentage-point/>. [63]
- TBAC (2023), « Explaining the recent market moves across the Treasury yield curve », *TBAC Presentation*, <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge1Q42023.pdf>. [5]
- TBAC (2023), « Outlook for demand for US Treasuries », *TBAC Presentation*, <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge2Q42023.pdf>. [6]
- UK DMO (2024), « Minutes of annual consultation meetings with GEMMs and gilt investors held at HM Treasury on 29 January 2023 », *The UK Debt Management Office's financing remit 2024-25*, <https://www.dmo.gov.uk/media/rihkgdsg/sa300124.pdf>. [7]
- UK Office for Budget Responsibility (2023), « Economic and fiscal outlook », <https://obr.uk/efo/economic-and-fiscal-outlook-november-2023/>. [29]
- US DMO (2023), « Treasury's Current Views on the Operational Design of a Regular Buyback Program », *The Department of the Treasury*, <https://home.treasury.gov/system/files/221/TreasurySupplementalQRQ32023.pdf>. [48]
- US SEC (2023), « SEC Adopts Money Market Fund Reforms and Amendments to Form PF Reporting Requirements for Large Liquidity Fund Advisers », *Press Release*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-129>. [60]
- US Treasury (2023), *Upcoming Auctions*, <https://www.treasurydirect.gov/auctions/upcoming/> (consulté le 1 November 2023). [17]
- US Treasury Department (2023), « Securities issued in TreasuryDirect », *Fiscal Data Treasury Website*, <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/securities-issued-in-treasurydirect/>. [13]

Annexe 1.A. Méthodologie de collecte et de classification des données

Définitions et concepts utilisés dans l'enquête sous-jacente aux Perspectives sur les emprunts souverains

Dans le cadre de l'enquête qui sous-tend les Perspectives sur les emprunts souverains sont collectées des données relatives aux besoins d'emprunt bruts, aux amortissements et à l'encours de la dette, les données de chaque catégorie étant ventilées par échéance, par monnaie, par type de taux d'intérêt et par label ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) – correspondant par exemple aux obligations durables. Dans le cadre de cette enquête sont également réunies des données sur les avoirs des offices de gestion de la dette (OGD), les prêts accordés dans le cadre du programme Next Generation EU et les spécificités méthodologiques nationales. Elle repose sur la définition stricte de la dette souveraine, à savoir la « dette négociable de l'administration centrale », principalement en raison de la comparabilité des données relatives à cet indicateur et de leur disponibilité. Cette mesure, qui est directement liée au financement du budget de l'administration centrale, a permis à l'OCDE de collecter des données non seulement sur les montants effectifs mais aussi sur les estimations des besoins d'emprunt, des stratégies de financement et de l'encours de la dette publics, ventilées par instrument, par échéance et par monnaie.

Institutions couvertes : les administrations centrales

Le champ institutionnel couvert par les statistiques sur la dette varie du secteur public à l'administration centrale. Le secteur public représente la couverture institutionnelle la plus vaste, dans la mesure où il englobe les dettes des collectivités locales, des fonds d'État, des sociétés publiques financières et non financières ainsi que de l'administration centrale. Les administrations publiques, telles qu'elles sont définies par exemple dans le système de comptabilité nationale (SCN) utilisé par l'OCDE, recouvrent l'administration centrale, les États fédérés (le cas échéant), les collectivités locales et les administrations de sécurité sociale contrôlées par ces entités. L'administration centrale englobe tous les ministères, bureaux, établissements et autres organismes intégrés dans les administrations publiques qui sont des organes ou des instruments de l'autorité centrale d'un pays, à l'exception des administrations de sécurité sociale organisées de façon distincte et des fonds extrabudgétaires. En termes d'étendue de la couverture institutionnelle, l'administration centrale correspond à la définition stricte de la dette publique. La dette de l'administration centrale est émise, gérée et amortie par l'OGD national au nom de cette administration. L'avantage de cette définition relativement étroite de la dette, c'est qu'elle permet aux pays de fournir des données comparables, en particulier aux fins d'estimation.

Types de dette couverts : la dette négociable

En termes d'instruments, les engagements de l'État peuvent prendre la forme de titres de créance, de prêts, de régimes d'assurances, de pensions et de garanties standard, de numéraire et dépôts, ainsi que d'autres comptes à payer. Les instruments de dette peuvent être négociables ou non négociables. La dette négociable est définie comme l'ensemble des titres et autres instruments financiers pouvant être achetés et vendus sur le marché secondaire, tandis que la dette non négociable n'est pas transférable. Ainsi, les obligations et les bons à court terme émis sur les marchés de capitaux sont des formes de dette négociable, tandis que les prêts multilatéraux et bilatéraux accordés par le secteur public relèvent de la dette non négociable.

L'enquête sous-jacente aux Perspectives sur les emprunts souverains est axée sur les instruments de dette négociables, tandis que la plupart des statistiques sur la dette publique – comme celles de l'OCDE fondées sur le SCN, les statistiques sur la dette au sens de Maastricht et les Statistiques de la dette du secteur public élaborées par le Fonds monétaire international (FMI) – couvrent à la fois la dette négociable et non négociable. Les administrations publiques de l'OCDE se financent de manière prédominante au moyen d'instruments de dette négociables. Ce concept joue un rôle central pour toute analyse concernant différentes questions relatives à la gestion de la dette, notamment les conditions d'emprunt, la composition du portefeuille, les préférences des investisseurs et la liquidité du marché. L'utilisation de ce concept présente l'avantage d'indiquer aux investisseurs quels instruments sont négociables sur les marchés secondaires, et lesquels ne le sont pas. Par ailleurs, elle permet à l'émetteur de calculer différentes caractéristiques de la dette, telles que sa duration ou son échéance résiduelle, qu'il serait difficile d'établir dans le cas de la dette non négociable.

Terminologie

- Les besoins d'emprunt bruts standard pour une année sont égaux aux besoins d'emprunt nets au cours de cette année augmentés des amortissements d'instruments à long terme effectués la même année et des amortissements d'instruments à court terme émis l'année précédente. Cet indicateur couvre donc tous les titres émis, hormis ceux qui ont été émis et amortis au cours de la même année civile. En d'autres termes, l'ampleur des besoins d'emprunt bruts au cours d'une année civile correspond au montant de la dette que doit émettre l'OGD en termes nominaux pour rembourser intégralement la dette arrivant à échéance qui avait été émise au cours des années précédentes, augmenté des besoins d'emprunt nets en valeur nominale, indépendamment du mécanisme d'émission employé.
- Les besoins d'emprunt nets désignent le montant requis pour financer le déficit budgétaire courant. Le refinancement des dettes amorties consiste à renouveler le même montant de dette, tandis que les besoins d'emprunt nets correspondent à l'émission d'une dette supplémentaire sur le marché, c'est-à-dire à de nouveaux emprunts.
- La dette brute, c'est-à-dire l'encours de la dette, correspond au montant des dettes émises qui reste à rembourser à la fin de l'année civile. Cette mesure ne tient pas compte des effets de valorisation découlant de l'inflation et des fluctuations des taux de change ; elle est donc égale au montant nominal total de la dette devant être amortie.
- Les amortissements désignent le montant total des remboursements du principal des dettes correspondantes, y compris les paiements de principal effectués par le biais d'opérations de rachat au cours d'une année civile.

Agrégats régionaux

- La zone OCDE dans son ensemble recouvre les 38 pays suivants : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Chili, la Colombie, la Corée, le Costa Rica, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, Israël, l'Italie, le Japon, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, le Royaume-Uni, la Slovénie, la Suède, la Suisse, la Tchéquie et la Türkiye.
- Les pays en voie d'adhésion à l'OCDE sont le Brésil, la Bulgarie, la Croatie, le Pérou et la Roumanie.
- Le Groupe des Sept (G7) englobe les sept pays suivants : l'Allemagne, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni.
- Les pays de l'OCDE membres de la zone euro sont les 17 pays suivants : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque et la Slovénie. L'euro (EUR) est la monnaie officielle de 20 des 27 États membres de l'Union européenne (UE). L'ensemble constitué par ces pays est appelé la zone euro. Les pays de la zone euro sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Croatie, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque et la Slovénie. Dans ce rapport, les données relatives à la zone euro se rapportent uniquement aux pays qui sont à la fois membres de la zone euro et de l'OCDE.
- Dans cette publication, du point de vue de la gestion de la dette publique, le groupe des pays émergents de l'OCDE (c'est-à-dire des économies de marché émergentes membres de l'OCDE) englobe les sept pays suivants : le Chili, la Colombie, le Costa Rica, la Hongrie, le Mexique, la Pologne et la Türkiye.

Calculs et sources des données

- Pour des raisons de cohérence, les estimations présentées en pourcentage du PIB se fondent sur les estimations de produit intérieur brut tirées de la dernière édition des *Perspectives économiques de l'OCDE* parue l'année précédente (donc l'édition de novembre 2023 dans le cas présent) et sont calculées à partir de données nominales relatives au PIB.
- La dette est mesurée à la valeur faciale de l'encours actuel de la dette de l'administration centrale. Cette valeur faciale, qui est le montant non actualisé du principal à rembourser, ne varie pas, sauf en cas de nouvelle émission d'un instrument de dette existant. Elle coïncide avec l'engagement initial (et donc l'obligation contractuelle) de l'émetteur. Les OGD utilisent souvent la valeur faciale lorsqu'ils indiquent le montant de la dette nominale qui arrivera à échéance au cours de périodes futures. Une raison importante pour laquelle on utilise la valeur faciale de la dette réside dans le fait que c'est celle qui est couramment employée pour la cotation et le négoce de volumes spécifiques d'un instrument donné sur le marché.
- Les monnaies sont converties en dollars des États-Unis (USD) à l'aide de taux de change flexibles, les données provenant du London Stock Exchange Group (LSEG).
- Sauf indication contraire, tous les chiffres correspondent aux années civiles.
- Les chiffres agrégés relatifs aux besoins d'emprunt bruts, aux besoins d'emprunt nets, à la dette négociable de l'administration centrale, aux amortissements et à la dette arrivant à échéance sont calculés à partir des réponses recueillies dans le cadre de l'enquête sous-jacente aux Perspectives sur les emprunts souverains. Le Secrétariat de l'OCDE a élaboré ses propres estimations ou prévisions lorsque des données étaient manquantes pour 2023 et 2024, en utilisant des données

officielles librement accessibles sur les amortissements et les soldes budgétaires des administrations centrales. Lorsque le gouvernement avait annoncé des mesures qu'il prévoyait d'adopter, mais ne les avait pas intégrées dans son programme de financement à la fin de décembre 2023, elles n'ont pas été prises en compte dans les prévisions présentées dans cette publication. Par ailleurs, les dernières estimations de la capacité (ou du besoin) de financement des administrations publiques figurant dans la base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE* ont été utilisées pour estimer certaines données manquantes.

- Les besoins d'emprunt bruts et nets présentés dans ce rapport sont calculés selon la méthode standard et n'intègrent donc pas les émissions liées à la gestion de trésorerie.
- Tant l'enquête de 2023 sur l'évolution des marchés primaires que l'enquête de 2023 sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État menées par l'OCDE ont eu lieu en octobre 2023.

Définitions révisées

- Les titres de dette indexés sur l'inflation sont des instruments dont le coupon et/ou les paiements de principal sont liés à un indice d'inflation. Les données tiennent compte de l'inflation cumulée sur l'ensemble des années écoulées jusqu'à l'année de l'enquête incluse, à la date de déclaration.
- Les obligations à taux variable sont assorties d'un taux d'intérêt ou d'un taux de coupon qui est révisable ou variable. Il s'agit de titres d'emprunt à long terme dont le coupon est révisé périodiquement à une « date de refixation » en fonction d'un indice de taux d'intérêt indépendant tel que le taux moyen des prêts au jour le jour en livres sterling (SONIA, *Sterling Overnight Index Average*) ou le taux interbancaire offert en euros (EURIBOR). Ainsi, les obligations à taux variable à moyen et long terme sont des titres d'emprunt assortis d'un taux d'intérêt variable qui est révisé périodiquement (généralement chaque mois, trimestre ou semestre). Le niveau auquel est fixé ce taux d'intérêt est généralement égal à un indice de taux d'intérêt augmenté d'un écart prédéfini. Pour l'établissement des prévisions relatives à la dette à taux variable, on utilise le taux correspondant au niveau auquel a été fixé le coupon pour la dernière fois.
- Les chiffres relatifs à la durée moyenne jusqu'à l'échéance ont la même couverture que celle indiquée au début de cette annexe, les aspects méthodologiques spécifiques à certains pays étant décrits ci-après :
 - Allemagne : Les titres d'emprunt que l'OGD détient dans son propre portefeuille ne sont pas pris en compte. Un coefficient de pondération de 0.75 est appliqué aux titres de dette indexés sur l'inflation.
 - Hongrie : Les données ne couvrent pas les titres destinés aux investisseurs individuels, les obligations en devises émises sur le marché local, ni, depuis 2020, les obligations non négociables émises pour financer les communes. Les données incluent les contrats d'échange de devises.
 - Italie : Les engagements au titre de l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) et du programme Next Generation EU (qui porteraient à 7.3 le chiffre considéré) ne sont pas pris en compte.
 - Japon : La durée moyenne jusqu'à l'échéance indiquée par le ministère des Finances se fonde sur l'exercice budgétaire, et non sur l'année civile. Les données relatives à 2006 et 2022 ne couvrent pas les bons d'épargne. Le chiffre de 2023 est une estimation et inclut les bons d'épargne.
 - Pays-Bas : Les chiffres correspondent à l'encours d'obligations et de bons du Trésor et n'incluent pas l'encours de billets de trésorerie.
 - Nouvelle-Zélande : Les chiffres correspondent uniquement aux titres d'emprunt négociables, tandis que sont exclus les titres non négociables détenus par la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (RBNZ, *Reserve Bank of New Zealand*) et la Commission des tremblements de terre (EQC, *Earthquake Commission*). Sont en revanche pris en compte les titres détenus

par la RBNZ qui ont été acquis dans le cadre du vaste programme d'achat d'actifs et des rachats d'obligations d'État.

- Suède : Chiffres de fin d'année. La durée jusqu'à l'échéance (calculée pour le montant ajusté au taux de change courant de la dette) est indiquée en années. Les données se rapportent aux obligations d'État, aux obligations indexées sur l'inflation, aux obligations publiques en devises, aux obligations vertes, et aux bons du Trésor.
- Royaume-Uni : Pour calculer la durée moyenne jusqu'à l'échéance, on utilise comme coefficients de pondération le montant nominal de l'encours des fonds d'État et des bons du Trésor émis aux fins de gestion de la dette, à la date de déclaration. Le montant nominal des fonds d'État tient compte des titres détenus par l'administration centrale ; la valeur nominale des fonds d'État indexés tient compte également de l'inflation cumulée jusqu'à la date de déclaration.

Annexe 1.B. Modèle de décomposition de la dette

Pays individuels

Dans le présent chapitre, on a adopté une variante de la méthodologie décrite par Escolano (2010^[55]) et utilisé l'équation ci-dessous pour rendre compte de l'évolution du ratio dette/PIB entre un moment t et un moment $t-1$:

$$d - d_{(t-1)} = \frac{ip}{(1+y)} * d_{(t-1)} - \frac{\pi}{(1+y)} * d_{(t-1)} - \frac{g}{1+g} * d_{(t-1)} - pb + sf$$

dans laquelle :

- d correspond au ratio entre l'encours de dette des administrations centrales tel qu'il ressort de l'enquête annuelle sur les besoins d'emprunts souverains et le PIB des pays de l'OCDE (2023_[1])
- ip correspond aux taux d'intérêt effectif, exprimé sous la forme du ratio entre les charges d'intérêts brutes des administrations publiques de la zone OCDE (2023_[1]) à un moment t et la valeur de d au moment $t-1$
- y est le taux de croissance du PIB nominal de la zone OCDE (2023_[1]) entre le moment t et le moment $t-1$
- π correspond à l'inflation, définie comme la variation du déflateur du PIB de la zone OCDE (2023_[1]) entre le moment t et le moment $t-1$
- g est le taux de croissance du PIB réel de la zone OCDE (2023_[1]) entre le moment t et le moment $t-1$
- pb est le ratio entre le solde primaire des administrations publiques de la zone OCDE et le PIB de la zone OCDE (2023_[1])
- sf correspond aux ajustements stocks-flux

Zone OCDE

Pour la décomposition de la zone OCDE, on a utilisé l'équation ci-dessus avec les variables suivantes :

- d représente la somme des encours de dette des administrations centrales de chaque pays divisée par la somme des PIB de chaque pays
- ip est la somme des charges d'intérêts brutes des administrations publiques de chaque pays divisée par la somme des valeurs de d de chaque pays au moment $t-1$
- y est le taux de croissance issu de la somme des PIB nominaux de chaque pays
- π est la somme des valeurs de π de chaque pays, pondérée par le PIB
- g est la somme des valeurs de g de chaque pays, pondérée par le PIB
- pb est la somme des soldes primaires des administrations publiques de chaque pays, divisée par la somme des PIB de chaque pays
- sf correspond aux ajustements stocks-flux

Les chiffres relatifs aux différents pays ont été convertis en dollars des États-Unis à l'aide des taux de change de fin d'année tels que communiqués par le London Stock Exchange Group (LSEG).

Autres informations

Le taux de croissance du ratio dette/PIB englobe tous les pays de l'OCDE, tandis que les calculs factoriels ont été limités aux pays pour lesquels des données étaient disponibles. Par exemple, les charges d'intérêts ont été calculées à l'exclusion des pays suivants : CHL, COL, CRI, ISR, MEX, et TUR, qui représentent environ 3 % de la dette négociable des administrations centrales de la zone OCDE. Les ajustements stocks-flux ont permis de lisser les écarts résultant de l'utilisation simultanée de données relatives aux administrations centrales et aux administrations publiques ainsi que du caractère incomplet de certaines données.

Annexe 1.C. Calcul du taux d'intérêt effectif

Introduction et sources des données

Le taux d'intérêt effectif (EIR, *Effective Interest Rate*) se calcule comme un ratio des paiements d'intérêts sur l'encours de la dette et est estimé en comptabilité d'exercice à l'aide de plusieurs sources de données. Les données relatives à l'inflation annuelle et aux taux directeurs jusqu'en 2022, ainsi que les prévisions pour 2023, sont tirées des *Perspectives économiques de l'OCDE* (OECD, 2023^[11]) ; les rendements annuels à l'échéance des obligations à la date d'émission (YTM, *Yield To Maturity*), les encours et les taux de change sont tirés de la base de données du London Stock Exchange Group (LSEG) ; et l'encours de la dette par pays et par type d'instrument est tiré de l'enquête qui sous-tend les *Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains*. Les taux annuels d'intérêt, d'inflation et de rendement à l'échéance sont convertis en valeurs journalières pour tenir compte du fait que les obligations sont émises et remboursées tout au long de l'année. Cette approche permet de garantir que les paiements d'intérêts sont répartis de manière exacte pour correspondre à la période effective pendant laquelle les obligations sont en circulation.

Calcul du taux d'intérêt effectif propre à chaque instrument

Instruments à taux fixe et à court terme

$$EIR_i^y = YTM_i$$

Instruments à taux variable

$$EIR_i^y = \frac{\sum_{d=0}^{D^y} \left(S_i^d \times \left(\frac{YTM_i}{D^y} + F_i^d \right) \right)}{\sum_{d=0}^{D^y} S_i^d}$$

Instruments indexés sur l'inflation

$$EIR_i^y = \frac{\sum_{d=0}^{D^y} \left(\frac{S_i^d}{D^y} \times (YTM_i + I^y + I^y \times YTM_i) \right)}{\sum_{d=0}^{D^y} S_i^d}$$

Où :

EIR_i^y : Taux d'intérêt effectif de l'instrument de dette i pour l'année y ;

YTM_i : Rendement annuel à l'échéance à la date d'émission de l'instrument de dette i ;

S_i^d : Encours de l'instrument de dette i le jour d ;

D^y : Nombre de jours de l'année y ;

I^y : Taux d'inflation pour l'année y ;

F_i^d : Taux d'intérêt variable journalier de l'instrument de dette.

Ajustement des encours après rachats

L'encours de la dette connaît des variations intra-annuelles dues à des événements tels que les échéances et les rachats d'obligations. Dans ce contexte, chaque émission obligataire, y compris les réouvertures, est considérée comme une unité distincte jusqu'à ce qu'il y ait une diminution perceptible de l'encours de la ligne obligataire. Lorsqu'une réduction est observée dans une ligne obligataire spécifique, son effet est systématiquement réparti entre l'émission initiale et toutes les éventuelles réouvertures ultérieures le jour de l'événement. Cette répartition est effectuée au prorata de leur encours respectif à cette date.

$$S_{b,i}^d = S_{b,i}^{d-1} - \left(\frac{S_{b,i}^d}{\sum_i S_{b,i}^d} \right) \times R_b^d$$

Où :

$S_{b,i}^d$: Encours de l'instrument de dette i le jour de l'événement pour l'instrument i de la ligne obligataire b ;

R_b^d : Diminution du montant de l'encours de la ligne obligataire b le jour d de l'événement.

Consolidation du taux d'intérêt effectif au niveau des pays, des instruments et de l'OCDE

Le taux d'intérêt effectif au niveau des instruments est estimé en utilisant une méthode fondée sur la moyenne pondérée par les encours. Cette approche consiste à multiplier le rendement effectif annuel de chaque instrument de dette par son encours moyen quotidien au cours de l'année. Les rendements sont ensuite agrégés pour chaque pays et chaque type d'instrument, puis divisés par l'encours de chaque instrument tel qu'il ressort de l'enquête sous-jacente aux *Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains*.

$$EIR_{t,c}^y = \frac{\sum_{i,d} (YTM_{i,t,c}^y \times S_{i,t,c}^{d,y})}{\sum_{i,d} S_{i,t,c}^{d,y}} ; EIR_c^y = \frac{\sum_t EIR_{t,c}^y \times \phi_{t,c}^y}{\sum_t \phi_{t,c}^y} ; EIR_t^y = \frac{\sum_{t,c} EIR_{t,c}^y \times \phi_{t,c}^y \times X_c^y}{\sum_{t,c} \phi_{t,c}^y \times X_c^y} ; W_t^y = \frac{EIR_t^y \times \sum_c \phi_{t,c}^y \times X_c^y}{\sum_{t,c} EIR_{t,c}^y \times \phi_{t,c}^y \times X_c^y}$$

Où :

$EIR_{t,c}^y$: Moyenne pondérée du taux d'intérêt effectif pour le type d'instrument t au cours de l'année y et pour le pays c ;

EIR_c^y : Moyenne pondérée du taux d'intérêt effectif pour le pays c au cours de l'année y ;

EIR_t^y : Moyenne pondérée du taux d'intérêt effectif pour le type d'instrument t au cours de l'année y pour la zone OCDE ;

$\phi_{t,c}^y$: Encours de la dette de l'instrument t dans le pays c au cours de l'année y ;

X_c^y : Taux de change entre la monnaie nationale du pays c et le dollar des États-Unis (USD) le dernier jour de l'année y ;

W_t^y : Part des taux d'intérêt attribués au type d'instrument t .

Annexe 1.D. Calcul de la dette négociable des marchés émergents et économies en développement (MEED)

Données relatives aux marchés primaires d'obligations souveraines et catégorisation des pays

Les données relatives aux marchés primaires d'obligations souveraines sont tirées de calculs originaux de l'OCDE reposant sur des données provenant du LSEG, qui fournit des données internationales au niveau des titres sur les nouvelles émissions d'obligations souveraines. L'ensemble de données porte sur des obligations émises par des marchés émergents souverains pendant la période comprise entre le 1er janvier 2007 et le 31 décembre 2023 et comprend des émissions à court et à long terme. Les obligations à court terme (« bons du Trésor ») sont des titres dont l'échéance est inférieure ou égale à 365 jours, sans toutefois être inférieure à 30 jours ; en effet, les titres à moins de 30 jours sont considérés comme émis à des fins de gestion de trésorerie et ont été exclus des calculs. Les données comprennent un ensemble détaillé d'informations sur chaque émission obligataire, notamment le produit de l'émission, la date d'échéance, le taux d'intérêt et la structure en devises.

La définition des marchés émergents utilisée dans le présent rapport est conforme à celle de la catégorie des marchés émergents et économies en développement utilisée par le FMI dans ses *Perspectives de l'économie mondiale*. Les définitions régionales sont également les mêmes que celles du FMI, et les catégories de revenu utilisées (revenu élevé, faible revenu, revenu intermédiaire de la tranche inférieure et revenu intermédiaire de la tranche supérieure) sont celles qui ont été définies par la Banque mondiale en fonction des niveaux de RNB par habitant.

Certaines émissions obligataires ont fait l'objet d'une réouverture. Dans ce cas, les données initiales ne portent que sur le montant total de l'émission (montant d'origine plus réouverture). Pour pouvoir déterminer le montant à l'émission des lignes obligataires ayant fait l'objet d'une réouverture, des données spécifiques sur les montants en cours à la date de chaque réouverture des lignes concernées ont été obtenues individuellement auprès du LSEG. Les données relatives à une réouverture ne portant que sur l'encours à la date concernée, on a soustrait de celui-ci l'encours calculé à la date précédente, de façon à obtenir le montant émis à chaque fois. Les montants à l'émission ainsi calculés ont été convertis à l'aide des taux de change du dollar des États-Unis à la date de l'opération tels que communiqués par le LSEG. Dans un souci de cohérence et de comparabilité, la même méthode a été utilisée pour toutes les émissions, y compris celles qui n'ont pas fait l'objet de réouvertures.

Les offres d'échange et certains emprunts obligataires figurant dans l'ensemble de données ont été manuellement exclus lorsqu'ils ne possédaient pas de code d'identification (ISIN, RIC ou CUSIP) et lorsqu'il n'a pas été possible d'obtenir manuellement des confirmations par comparaison avec des données publiques de source officielle.

Notes

¹ Les déficits budgétaires correspondent aux besoins de financement de l'État, et les besoins d'emprunt nets désignent les emprunts sur les marchés autres que les refinancements. Des écarts entre les besoins d'emprunt nets et les déficits budgétaires de l'État peuvent apparaître lorsque les États financent leurs besoins budgétaires par d'autres moyens que l'émission de titres de dette. Ces autres méthodes consistent notamment à utiliser les réserves de trésorerie existantes, à vendre des actifs (tels que des biens immobiliers et des entreprises publiques) ou à acquérir différents passifs, notamment en accumulant des arriérés ou en contractant des prêts. Le surendettement de 1 600 milliards USD en 2020, dû aux incertitudes entourant les prévisions liées à la pandémie, a entraîné une accumulation anormale de liquidités. Toutefois, en 2021 et occasionnellement en 2022, les excédents de trésorerie ont été utilisés pour lisser les émissions de dette en période de hausse des rendements.

² La valeur de la dette étant convertie en USD, un dollar plus fort grossit la dette des États-Unis, l'effet de change représentant 40 % de la croissance de la part du pays.

³ Le resserrement quantitatif désigne le processus par lequel les banques centrales réduisent la taille de leur bilan en vendant des obligations ou en ne réinvestissant pas intégralement le produit des obligations arrivant à échéance, ce qui a pour effet de retirer de la liquidité du système financier et d'accroître le portefeuille d'obligations sur le marché.

⁴ D'après l'enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État, la demande de titres indexés sur l'inflation a diminué en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, et a augmenté au Chili, en Espagne, en Hongrie, en Islande, au Mexique, au Portugal et en Türkiye.

⁵ Selon l'enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés primaires, il s'agit de l'Australie, du Costa Rica, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Lituanie, du Mexique, des Pays-Bas, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Slovaquie, de la Suède et de la Türkiye.

⁶ Il s'agit de la moyenne des 38 pays membres de l'OCDE. Les grands émetteurs, en particulier les pays du G7, occupent une place prépondérante dans l'agrégat OCDE, et la situation spécifique qui prévaut dans les 38 pays membres peut s'en trouver occultée. La moyenne simple traite tous les pays de la même manière.

⁷ Cette approximation sous-estime probablement l'impact à court terme de l'inflation sur les niveaux d'endettement. En outre, l'inflation accroît les recettes fiscales à court terme, réduisant ainsi les besoins d'emprunt nets. Cela explique en partie l'amélioration des besoins d'emprunt nets, qui a coïncidé avec un regain d'inflation sur la période 2021-23 (voir le A).

⁸ Selon les prévisions pour la période 2022-24, les courbes de rendement réel sont entièrement positives uniquement au Canada, au Danemark, en Norvège et aux États-Unis.

⁹ L'impact de la pandémie sur les finances publiques de l'UE a intensifié les discussions sur la réforme des règles budgétaires de l'UE. À l'issue d'une consultation publique, la Commission européenne a publié des orientations pour la réforme de ces règles, soulignant le rôle de l'analyse de viabilité de la dette dans l'évaluation des risques budgétaires (Blanchard, Leandro et Zettelmeyer, 2021^[58] ; European Parliament, 2023^[66]). Les trajectoires d'ajustement budgétaire fondées sur l'analyse de viabilité de la dette proposées par la Commission, qui couvrent une période d'au moins quatre ans, visent à assurer une trajectoire de réduction de la dette publique et le respect de la limite de déficit budgétaire de 3 % du PIB.

¹⁰ Le point mort d'inflation désigne l'écart de rendement entre une obligation nominale à coupon zéro et sans risque de défaut et une obligation indexée sur l'inflation à coupon zéro et sans risque de défaut ayant la même échéance.

¹¹ La probabilité de ce scénario diminue avec la baisse de l'inflation, les banques centrales pouvant choisir d'abaisser plus tôt leurs taux directeurs.

¹² L'OCDE prévoit actuellement un atterrissage en douceur pour ses pays membres (OECD, 2023^[1] ; OECD, 2024^[16]). Un atterrissage en douceur dans un cycle de resserrement monétaire désigne le ralentissement réussi de la croissance économique par les banques centrales afin de juguler l'inflation sans déclencher de récession.

¹³ Le graphique ne couvre pas tous les pays de l'OCDE, faute de données disponibles dans les *Perspectives économiques de l'OCDE* (OECD, 2023^[1]).

¹⁴ La comptabilité sur la base des droits constatés, utilisée dans les Statistiques de l'OCDE sur les comptes nationaux et par la majorité des pays de l'OCDE, permet d'enregistrer les charges d'intérêts au fur et à mesure de leur accumulation au fil du temps, indépendamment de la date effective de versement du coupon et de remboursement du principal. Le taux d'intérêt effectif pour une année donnée correspond donc à la moyenne pondérée des rendements à l'échéance, ajustés en fonction du taux ou de l'indice sous-jacent des titres à taux variable ou indexés sur un indice, de tous les titres de dette contenus dans le portefeuille.

¹⁵ L'inflation fait généralement augmenter la valeur nominale des bases d'imposition, accroissant par là les recettes fiscales (Garcia-Macia, 2023^[57]). Cette hausse compense souvent les effets de l'inflation sur les charges d'intérêts associées aux obligations indexées sur l'inflation.

¹⁶ Selon l'Enquête 2023 de l'OCDE sur l'évolution des marchés primaires, 65 % des émetteurs souverains de la zone OCDE ayant un programme d'obligations indexées sur l'inflation ont déclaré que ce programme était à l'origine d'un allongement de l'échéance de leur portefeuille de dette.

¹⁷ De fait, certains programmes d'émission de titres d'emprunt indexés sur l'inflation ont vu le jour dans les années 1980 et constituaient une méthode importante de financement de marché à une époque où les banques centrales ne bénéficiaient pas d'une indépendance opérationnelle en matière de politique monétaire.

¹⁸ Ce chiffre tient davantage aux augmentations potentielles de charges d'intérêts, plutôt qu'à la proportion de la dette arrivant à échéance ou dont le taux sera refixé. Le taux de la majeure partie de la dette échue a déjà été refixé à un niveau plus élevé, ce qui laisse penser qu'une diminution des coûts d'emprunt futurs est probable (à supposer que les taux baissent). Les instruments à court terme ont en outre été refinancés à des taux plus élevés. Enfin, les pays qui verront une grande partie de leur dette faire l'objet d'un refinancement ou d'une refixation de taux au cours des trois prochaines années mais dont les ratios dette/PIB sont faibles seront peu exposés à l'augmentation des coûts d'emprunt, à l'instar de la Pologne, qui affiche un ratio dette/PIB de 30 % et dont près de la moitié de l'encours de la dette arrive à échéance d'ici la fin de 2026 ou doit faire l'objet d'une refixation de taux avant cette date.

¹⁹ On présuppose aux fins de ce calcul que le rendement à l'échéance des obligations à taux fixe émises sur la période 2024-26 correspondra à celui de 2023.

²⁰ Les pratiques comptables relatives aux titres détenus à des fins de politique monétaire varient d'une banque centrale à l'autre (OECD, 2023^[26]). La Réserve fédérale des États-Unis et la Banque du Japon

comptabilisent ces titres à leur coût historique, ce qui reporte l'incidence des variations de la valeur de marché des titres au moment de leur vente. Ces banques centrales déclarent les variations de valeur latentes uniquement à des fins de transparence. La BCE fait preuve de souplesse en matière de principes comptables, permettant aux banques centrales nationales de choisir entre la méthode de comptabilisation au coût amorti et celle de comptabilisation à la juste valeur (la plupart des banques centrales nationales de la zone euro optent pour la première). D'autres banques centrales, dont celles de l'Australie, du Canada, de la Nouvelle-Zélande, de la Suède, du Royaume-Uni et de la Suisse, comptabilisent les titres détenus à des fins de politique monétaire à leur valeur de marché. Les banques centrales qui ne recourent pas à la méthode de comptabilisation en valeur de marché peuvent tout de même subir des pertes lorsqu'elles vendent activement des titres achetés à des taux bas durant une période où les taux sont relativement plus élevés.

²¹ À titre d'exemple, la Fed comptabilise les pertes qu'elle subit comme un « actif différé ». Lorsqu'elle dégage un bénéfice net, la valeur de cet actif est déduite. Une fois cette valeur compensée, la Fed reprend le versement de ses bénéfices au Trésor (Castro et Jordan-Wood, 2023^[31]).

²² Sont exclus de cette sélection les pays dont les avoirs détenus par la banque centrale en 2022 représentaient moins de 10 % de la dette nationale et ceux qui n'ont pas répondu à la question correspondante dans les Enquêtes 2022 et 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État. La question posée était la suivante : « Veuillez indiquer la part totale des avoirs de la banque centrale dans la dette publique nationale, en distinguant les avoirs détenus par votre banque centrale de ceux détenus par des banques centrales étrangères au 30 juin 2023 (2022) ».

²³ Les banques centrales de l'Australie, de la Hongrie et d'Israël mènent aussi un resserrement quantitatif passif (RBA, 2022^[64] ; Lybek, 2023^[56] ; OECD, 2023^[34] ; BIS, 2023^[35]). Les banques centrales de la Nouvelle-Zélande et de la Suède procèdent quant à elles à la vente active d'obligations dans le cadre de leur programme de resserrement quantitatif. (RBNZ, 2022^[62] ; SRB, 2022^[63]). La Banque de Corée n'a pas pris de mesures de resserrement quantitatif en raison de la faible ampleur de son programme d'assouplissement quantitatif, auquel elle a désormais mis fin (BIS, 2023^[35]).

²⁴ De fait, lorsque les banques centrales procèdent à la vente active d'obligations dans le cadre de leur programme de resserrement quantitatif, les niveaux de dette et de duration à absorber par le marché augmentent. Lorsque le resserrement quantitatif est passif, les banques centrales ne font plus baisser les niveaux de dette et de duration sur le marché via des réinvestissements ; par conséquent, l'offre nette de dette et de duration à absorber par le marché augmentera si le calendrier d'émission des emprunteurs souverains reste le même.

²⁵ La durée moyenne jusqu'à l'échéance des titres d'État vendus par la Banque d'Angleterre dans le cadre de son programme de resserrement quantitatif avoisinait 20 ans.

²⁶ Les réserves de change sont essentiellement investies dans des titres d'État et des dépôts au jour le jour ou à terme auprès de la banque centrale concernée.

²⁷ L'expression « vendeurs insensibles aux variations de prix » signifie qu'une banque centrale vend des obligations d'État non pas en fonction de considérations liées au rendement, mais pour s'acquitter de ses mandats de stabilité des prix et de stabilité financière. La vente de ces obligations n'est cependant pas totalement insensible aux prix. À titre d'exemple, la Banque d'Angleterre procède à des adjudications d'obligations, dans le cadre desquelles elle fixe en amont des prix de soumission minimum et peut décider de réduire le montant d'obligations mises aux enchères en cas de demande particulièrement faible ; ce

montant sera reporté lors de prochaines adjudications afin que la banque centrale puisse atteindre son objectif de réduction de son portefeuille obligataire (Bank of England, 2022^[68]).

²⁸ D'après l'Enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État, ces pays sont les suivants : Autriche, Canada, Corée, Finlande, Islande, Irlande, Israël, Italie, Japon, Lettonie, Lituanie, Portugal, Royaume-Uni, Slovaquie et Suisse.

²⁹ La nature des relations entre les fonds spéculatifs et les marchés des obligations d'État varie considérablement d'un pays à l'autre (FSB, 2022^[49]). Ainsi, en 2020, les fonds spéculatifs américains ont fortement recouru à des opérations d'achat de titres au comptant et de vente de contrats à terme, utilisant leurs positions pour tirer parti de faibles écarts de prix. Toutefois, en raison de la volatilité du marché, ils ont enregistré des pertes en valeur de marché et ont dû procéder à des ventes à prix bradés. À l'inverse, au Royaume-Uni et dans la zone euro, les fonds spéculatifs ont privilégié les opérations en valeur relative, telles que les arbitrages entre émissions récentes et anciennes.

³⁰ D'après les conclusions de l'Enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État.

³¹ Cette crise du mini-budget britannique est examinée dans la dernière édition des Perspectives sur les emprunts souverains (*Sovereign Borrowing Outlook*) (OECD, 2023^[24]), tandis que la vente d'obligations d'État à prix bradés effectuée en 2020 a fait l'objet d'une analyse approfondie par le Conseil de stabilité financière (CSF) (FSB, 2022^[49]).

³² La présence accrue du secteur financier non bancaire sur le marché des obligations d'État a incité les organisations internationales, les autorités de réglementation financière et les banques centrales à prendre des mesures. En 2023, les États-Unis ont mis à jour leur réglementation des OPC monétaires afin d'améliorer la gestion de la liquidité et de la publication d'informations (US SEC, 2023^[60]). La Commission européenne, qui devrait leur emboîter le pas, a jugé nécessaire, dans son évaluation du règlement sur les OPC monétaires, de procéder à de nouveaux ajustements (EC, 2023^[67]). Le Royaume-Uni progresse quant à lui dans son programme de réformes, ainsi qu'en témoigne la récente consultation publique menée sur les OPC monétaires (FCA, 2022^[61]). Parallèlement, le CSF a entrepris un examen approfondi des diverses réformes du secteur de l'intermédiation financière non bancaire mises en œuvre dans le monde pour renforcer la stabilité financière (FSB, 2023^[59] ; FSB, 2022^[65]).

³³ D'après l'Enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État, les pays concernés sont les suivants : Canada, Danemark, Irlande, Norvège, Pays-Bas et Portugal.

³⁴ On calcule le taux de couverture des adjudications en divisant le montant total des soumissions reçues dans le cadre d'une adjudication d'obligations par le montant mis en adjudication.

³⁵ Pour emprunter, les émetteurs souverains ont recours non seulement à des adjudications, mais aussi à des syndications aux investisseurs finaux, ainsi qu'à des appels d'offres. Les volumes empruntés par ces méthodes varient considérablement d'un pays à l'autre, surtout entre les petits et les grands émetteurs.

³⁶ Aux États-Unis, les *Principal trading firms*, qui sont des opérateurs pour compte propre, interviennent également sur les marchés des courtiers interprofessionnels. Ils utilisent leurs propres financements et se livrent essentiellement à des opérations pour compte propre, ainsi qu'à des opérations électroniques et algorithmiques. Ils font office d'intermédiaires sur les marchés des obligations d'État, des produits dérivés et d'autres titres, et jouent un rôle crucial dans l'apport de liquidités et le processus de détermination des prix.

³⁷ D'après l'Enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État, les pays de l'OCDE ont en moyenne 12 à 13 spécialistes en valeurs du Trésor, la Norvège en comptant 4 et l'Allemagne 32. Seuls 13 pays considèrent certains établissements non bancaires comme des spécialistes en valeurs du Trésor.

³⁸ Selon une étude de la Réserve fédérale des États-Unis, lorsque le niveau d'utilisation des capacités des courtiers est d'environ 20 %, l'effet induit par de nouvelles augmentations de capacités sur l'illiquidité du marché serait négligeable, mais que lorsque l'utilisation des capacités passe de 40 % à 80 %, l'illiquidité du marché s'envolerait et dépasserait d'environ trois écarts-types le niveau anticipé sur la seule base de la volatilité (Duffie et al., 2023^[47]).

³⁹ D'après l'Enquête 2023 de l'OCDE sur la liquidité des marchés secondaires des obligations d'État, les spécialistes en valeurs du Trésor sont sélectionnés sur la base des critères suivants : maintien d'un environnement concurrentiel (dans 22 pays) ; activité sur le marché secondaire (22) ; capacité de distribution (21) ; stabilité du système (17) ; répartition géographique (13) ; ampleur des besoins d'emprunt (13) ; et capacité de stockage (8).

⁴⁰ L'émission continue ou la réouverture d'une émission est une méthode par laquelle un émetteur souverain vend des montants supplémentaires d'un titre émis antérieurement, augmentant ainsi l'offre de ce titre sans en modifier l'échéance ou le taux du coupon. En augmentant le volume d'un titre en circulation, en particulier d'une obligation peu en vogue, les émissions continues améliorent la liquidité du marché, ce qui facilite la négociation et le processus de détermination des prix de ces titres.

⁴¹ Le programme de rachat annoncé par le Trésor des États-Unis, qui doit débuter en 2024, comporte deux volets, à savoir le soutien à la liquidité et la gestion de la trésorerie. Il prévoit des opérations régulières dans neuf catégories de titres et un montant de rachat maximum trimestriel de 30 milliards USD pour le soutien à la liquidité et de 120 milliards USD au maximum pour la gestion de la trésorerie au cours de la première année du programme. Ces paramètres seront fonction des conditions du marché et pourront faire l'objet d'ajustements opérationnels.

2 Les marchés de la dette d'entreprise dans un contexte de mutation du paysage macrofinancier

L'endettement des entreprises a sensiblement augmenté au cours des quinze dernières années. À l'échelle mondiale, l'encours des obligations d'entreprises s'établissait à 34 000 milliards USD à la fin de 2023, soit une hausse en termes réels de 13 000 milliards USD depuis 2008. Outre l'application de politiques monétaires accommodantes, les entreprises ont été en mesure d'accroître le niveau de leurs emprunts et de s'assurer des conditions favorables. Parallèlement, les marchés des obligations d'entreprises ont évolué sur au moins quatre plans : la composition sectorielle, la composition géographique, la base d'investisseurs et la qualité du crédit. Les conditions de financement ayant permis la forte expansion des emprunts ont pris fin et les besoins de refinancement sont considérables. Le segment des titres de la catégorie investissement se concentre de plus en plus dans les obligations moins bien notées et, à note égale, les obligations actuelles présentent des caractéristiques très différentes de celles que l'on observait il y a quinze ans. Le secteur non financier, en particulier, est plus endetté que jamais dans l'histoire récente.

Dans ce contexte, le présent chapitre étudie les implications de ce nouveau paysage macrofinancier sur les marchés des obligations d'entreprise à l'échelle mondiale.

2.1. Introduction

Les marchés des obligations d'entreprise ont connu une forte croissance depuis la crise financière de 2008. Les entreprises ont tiré parti d'un contexte de politiques monétaires accommodantes : accroissement des emprunts, verrouillage de taux d'intérêt favorables et prolongation des échéances. Parallèlement, à l'échelle mondiale, les marchés des obligations d'entreprises ont évolué sur au moins quatre plans différents : la composition sectorielle, la composition géographique, la base d'investisseurs et la qualité du crédit. Le présent chapitre illustre ces évolutions et examine leurs possibles interactions avec un contexte macrofinancier en mutation. Axé sur les marchés des obligations d'entreprise, il ne s'intéresse pas aux billets de trésorerie ni aux titres adossés à des actifs.

Principaux constats

- **Fortes hausses des émissions d'obligations d'entreprise.** En termes réels, l'encours total de la dette obligataire des entreprises est passé de 21 000 milliards USD en 2008 à 33 600 milliards USD en 2023. Cette augmentation est imputable pour plus de 60 % à des sociétés non financières, qui ont plus que doublé leurs émissions annuelles moyennes entre 2000-2008 et 2009-2023.
- **Évolution de la composition géographique.** La composition géographique des marchés des obligations d'entreprise a considérablement évolué. Les émetteurs chinois, qui représentaient moins de 1 % de l'encours total en 2008, sont ainsi passés à près d'un cinquième à la fin de 2023.
- **Obtention de conditions favorables par les entreprises.** Dans un environnement de financement favorable, les entreprises de la catégorie investissement ont, partout dans le monde, porté l'échéance moyenne de leur dette de 5.6 ans en 2000 à 7.9 ans en 2023. En outre, la grande majorité des obligations d'entreprise sont à taux fixe, ce qui limite l'exposition immédiate aux fluctuations des taux d'intérêt.
- **Une base d'investisseurs qui évolue.** Le contexte d'investissement qui est celui des obligations d'entreprise a évolué à la suite des efforts réglementaires entrepris pour diversifier l'intermédiation de crédit en l'éloignant du secteur bancaire. Les fonds d'investissement à capital variable et les fonds indiciels cotés (ETF) ont considérablement gagné en importance. Le nombre de fonds à revenu fixe participant aux marchés des obligations d'entreprise a plus que triplé depuis 2000. Ces fonds sont également de plus en plus exposés aux obligations d'entreprise : à l'échelle mondiale, l'exposition nette de plus de 30 % d'entre eux représente plus de 75 % de la valeur totale de leur portefeuille.
- **Dégradations structurelles de la qualité du crédit.** Partout dans le monde, les marchés des obligations d'entreprise deviennent de plus en plus risqués du fait de la forte dégradation des notations de crédit moyennes pondérées en fonction de la valeur. Il faut y voir la conjonction de l'expansion du segment des titres classés dans la catégorie spéculative, qui s'est développé plus rapidement que le marché au sens large, et d'une dégradation de la qualité du crédit parmi les émetteurs de la catégorie investissement.
- **Durcissement des conditions financières et tensions sur les marchés.** Malgré l'augmentation des emprunts et la dégradation de la qualité du crédit, le nombre de défaillances d'entreprises est resté modéré, étant donné que la faiblesse des taux d'intérêt a permis d'assurer la soutenabilité des hauts niveaux d'endettement. Toutefois, à l'échelle mondiale, 12 300 milliards USD d'obligations d'entreprise arrivent à échéance d'ici la fin de 2026. En raison du resserrement marqué de la politique monétaire opéré depuis 2022, une grande partie de cette dette devra être refinancée à des taux nettement plus élevés qu'au moment de son émission.

- **Vulnérabilités au seuil de la catégorie investissement.** Une part croissante des marchés d'obligations de sociétés non financières dans le monde se situe juste au-dessus du seuil de la catégorie spéculative. En effet, la part des obligations notées BBB dans le total des émissions de la catégorie investissement a atteint 53 % en 2023, soit plus du double du niveau observé en 2000. Parallèlement, les caractéristiques des obligations notées BBB ont évolué : la part de celles émises par des sociétés non financières affichant un ratio dette/EBITDA supérieur à 4 était de 42 % en 2023, contre 11 % en 2008. Le fait qu'ils se situent sur le seuil de la catégorie spéculative rend ces titres vulnérables à une dynamique de vente à prix bradés, en particulier lorsque les mandats des investisseurs sont fondés sur les notations.

2.2. Aperçu des évolutions survenues sur les marchés mondiaux d'obligations d'entreprise

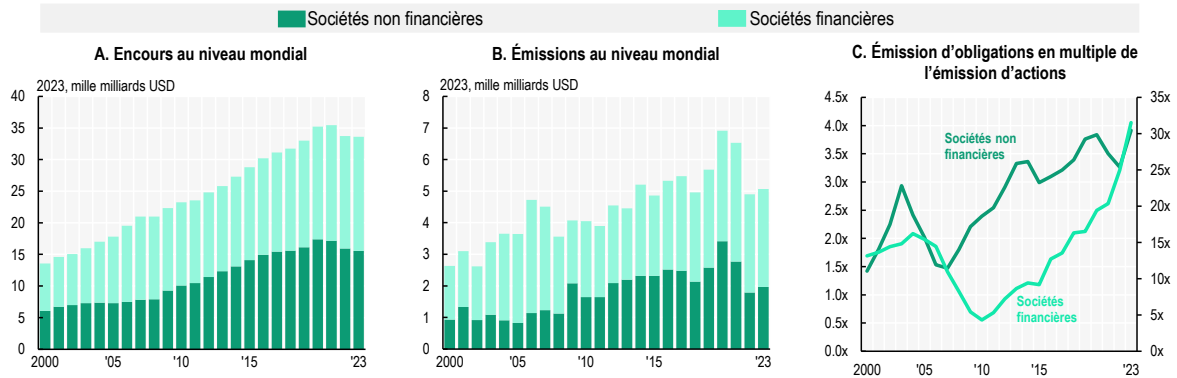
Les emprunts d'entreprises sur les marchés obligataires se sont sensiblement accrus ces vingt dernières années, dans un contexte marqué, depuis la crise financière de 2008, par des politiques monétaires accommodantes. Les rendements ont été contenus par l'extrême faiblesse des taux directeurs ainsi que les achats massifs, par les banques centrales, d'obligations d'État et d'entreprise. Parallèlement, l'environnement des marchés obligataires a évolué, notamment les caractéristiques des émetteurs et des investisseurs. À partir de données portant sur les opérations, cette section dresse un tableau des évolutions survenues sur les marchés des obligations d'entreprise à l'échelle mondiale depuis 2000.

2.2.1. Tendances observées du côté des émetteurs : recours par les entreprises aux marchés obligataires

Le montant total de l'encours des obligations d'entreprises a été multiplié par deux et demi en termes réels, passant de 13 600 milliards USD en 2000 à 33 600 milliards USD en 2023 (Graphique 2.1, partie A). Cette hausse a été particulièrement prononcée dans le secteur non financier depuis la crise financière de 2008, les entreprises du monde entier ayant tiré parti de la baisse des coûts d'emprunt résultant de politiques monétaires accommodantes. Le durcissement de la réglementation bancaire a également contribué à cette croissance. Les émissions de sociétés non financières ont, en moyenne, plus que doublé en termes réels, passant de 1 100 milliards USD par an entre 2000 et 2008 à 2 300 milliards USD entre 2009 et 2023 (partie B). Cette tendance se confirme même si l'on exclut les niveaux record d'émissions enregistrés pendant la pandémie de COVID-19 en 2020 et 2021 (3 400 milliards USD et 2 800 milliards USD respectivement).

La hausse est plus modérée en ce qui concerne les sociétés financières : 2 500 milliards USD entre 2000 et 2008 contre 2 800 milliards USD entre 2009 et 2023. Par conséquent, plus de 60 % de l'augmentation de la dette obligataire des entreprises à l'échelle mondiale est due à l'accroissement de la dette des sociétés non financières. En 2023, la part des obligations de sociétés non financières dans l'encours total de la dette obligataire des entreprises était supérieure de neuf points à son niveau de 2008. Les politiques monétaires expansionnistes menées depuis 2008 ont également eu une incidence sur le différentiel de coût relatif entre les obligations et les actions. Les émissions d'obligations en multiple du volume total des émissions d'actions ont considérablement augmenté au fil du temps, en particulier s'agissant des sociétés financières (partie C).

Graphique 2.1. Aperçu des marchés mondiaux d'obligations d'entreprise

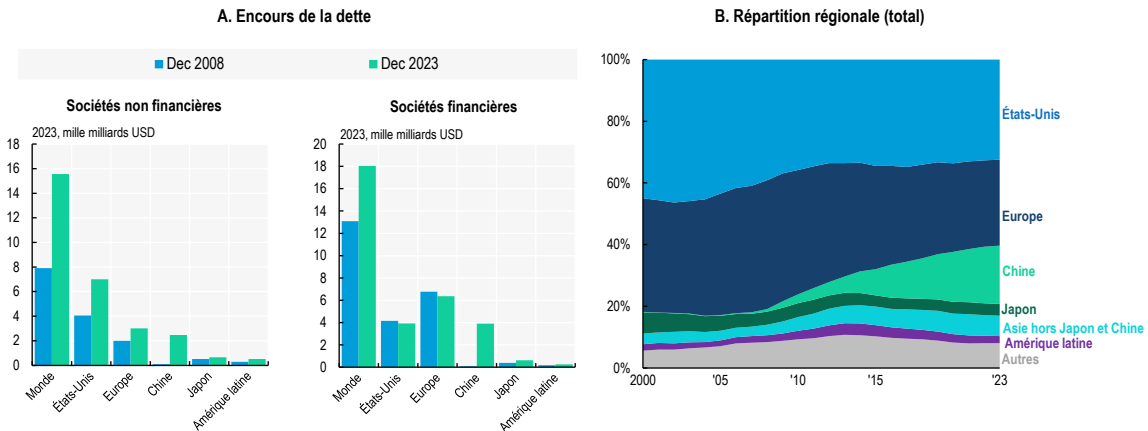


Note : la partie C présente des moyennes mobiles sur trois ans. Le total des émissions d'actions correspond à la somme des introductions en bourse et des placements sur le marché secondaire.
 Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Si la dette obligataire des sociétés non financières a sensiblement augmenté dans les économies avancées depuis 2008 (en termes réels, de 72 % aux États-Unis, de 51 % en Europe et de 28 % au Japon), le tableau est plus équivoque en ce qui concerne les obligations de sociétés financières (Graphique 2.2, partie A). Aux États-Unis comme en Europe, l'encours des obligations émises par des sociétés financières a, en fait, légèrement diminué en termes réels depuis 2008 (de 5 % et 6 %, respectivement), alors qu'il a sensiblement augmenté au Japon, même s'il partait de niveaux beaucoup plus bas. En République populaire de Chine (Chine), l'encours des obligations d'entreprises financières et non financières a connu une hausse considérable depuis 2008.

Cette situation a entraîné une évolution significative de la répartition des marchés obligataires régionaux. En effet, la dette obligataire des entreprises chinoises est passée de niveaux négligeables en 2008 à près d'un cinquième du total mondial en 2023 (partie B), tandis que la part de l'Europe a été ramenée de 42 % à 28 %. La raison en est, en partie, que le marché européen est dominé par les sociétés financières, notamment les banques, un segment qui se développe beaucoup plus lentement que celui des sociétés non financières. À la fin de 2023, les obligations émises par des sociétés financières représentaient ainsi plus des deux tiers de la dette européenne totale, contre 54 % au niveau mondial et 36 % aux États-Unis.

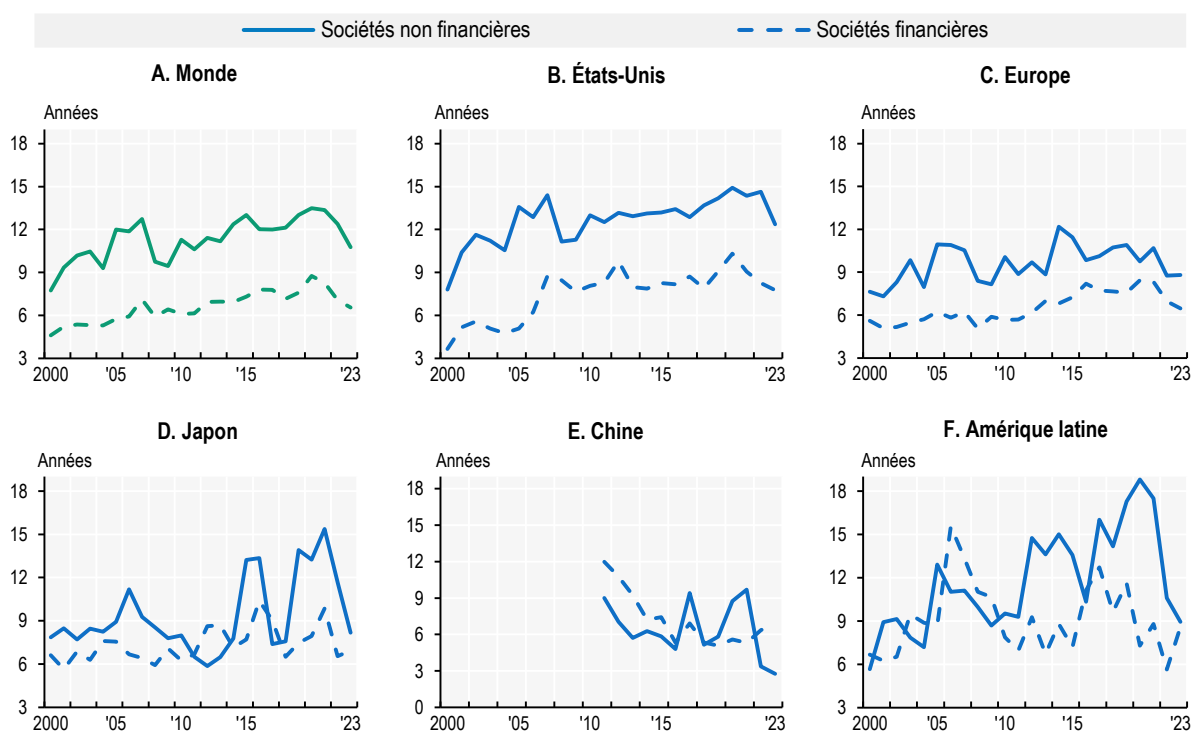
Graphique 2.2. Croissance et répartition régionale de l'encours des obligations d'entreprise



Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Durant la période de faiblesse des taux d'intérêt, les entreprises bien notées, en plus d'augmenter le montant de leurs emprunts, ont également prolongé l'échéance de leur dette. À l'échelle mondiale, l'échéance pondérée de l'ensemble des obligations d'entreprise de catégorie investissement est passée de 5.6 ans en 2000 à 7.9 ans en 2023. Cette tendance se vérifie en ce qui concerne les sociétés tant financières que non financières, qui suivent des trajectoires très similaires, même si l'échéance moyenne de ces dernières est légèrement plus longue. Comme le montre le Graphique 2.3, tous les pays sont également concernés. Les échéances moyennes ont été prolongées dans toutes les régions présentées ci-dessous, à l'exception notable de la Chine, où elle a été ramenée de 10.0 à 6.3 ans, sous l'effet d'une expansion significative du marché pour y inclure des émetteurs de moindre envergure (voir (OCDE, 2022^[1]). Aux États-Unis, les échéances des titres de catégorie investissement ont plus que doublé depuis 2000 et dépassaient 10 ans en 2023.

Graphique 2.3. Échéances moyennes pondérées concernant les entreprises de catégorie investissement



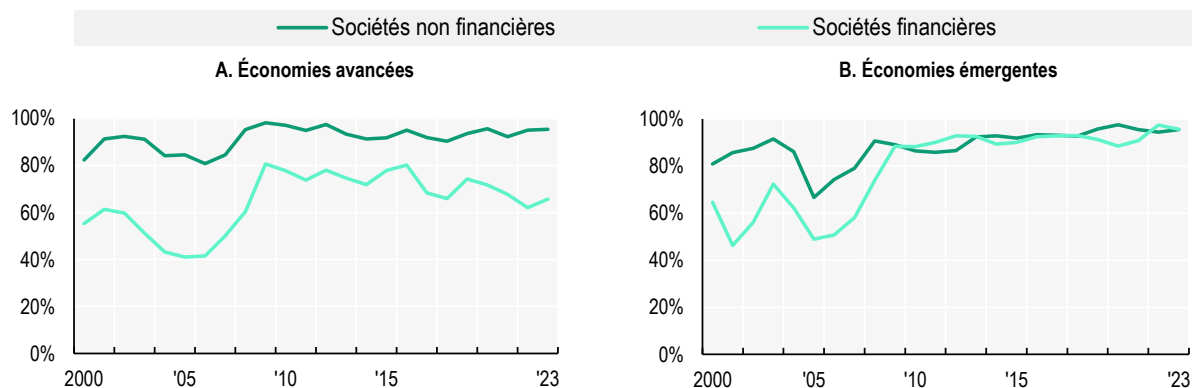
Note : la série chronologique de la partie E débute en 2010 car avant cette date, les titres notés émis par des sociétés chinoises étaient très rares.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

La grande majorité des obligations d'entreprise sont émises à taux fixe (Graphique 2.4) : 94 % du total depuis 2008 en ce qui concerne les sociétés non financières des économies avancées (partie A) et une part similaire, 93 %, pour ce qui est des économies émergentes (partie B). Dans ces deux groupes, on ne constate pas de différence significative entre les titres de la catégorie investissement et ceux de la catégorie spéculative. La situation est toutefois différente en ce qui concerne les sociétés financières, dont 72 % des émissions totales étaient à taux fixe dans les économies avancées, contre 92 % sur les marchés émergents. Cependant, les sociétés financières sont moins concernées par les risques liés aux emprunts à taux variable du fait de leur exposition positive, par leurs activités de prêt, aux hausses des taux d'intérêt. Pour verrouiller des taux avantageux, les sociétés financières ont néanmoins accru leur part d'emprunts à taux fixe au fil du temps. Entre 2000 et 2008, celle-ci ne représentait, en effet, que 50 % du total dans les

économies avancées et 58 % dans les économies émergentes. Font toutefois notablement exception à cette tendance les sociétés financières de la catégorie spéculative dans les économies avancées, qui ont ramené la part des émissions à taux fixe de 82 % entre 2000 et 2008 à 78 % entre 2008-2023 pour atteindre un plus bas historique de 44 % en 2022.

Graphique 2.4. Part des émissions à taux fixe (par montant)

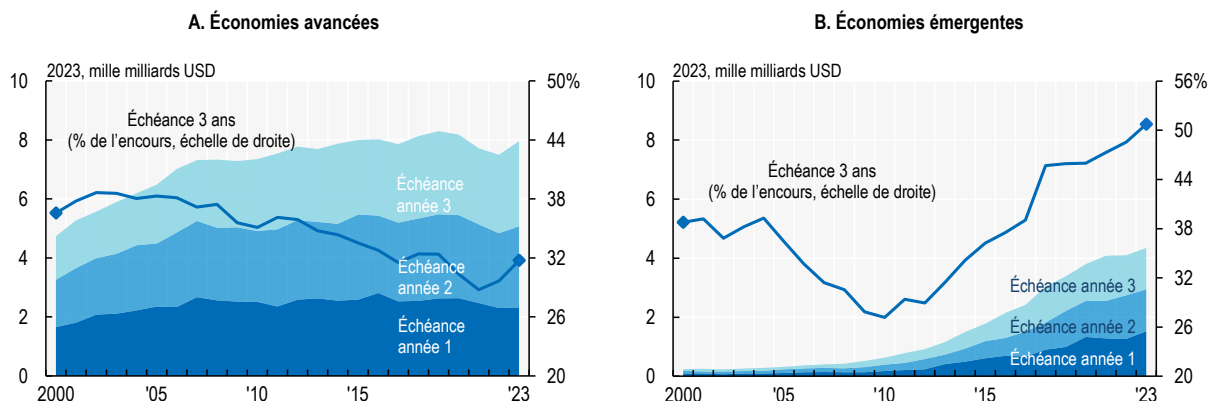


Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

La prédominance des taux fixes, conjuguée à l'allongement des échéances, a globalement atténué les effets à court terme de la hausse des taux d'intérêt et réduit les risques de refinancement auxquels est confronté le secteur des entreprises dans les économies avancées. Comme l'illustre le Graphique 2.5, la part de la dette arrivant à échéance au cours des trois années suivantes s'établissait à 32 % à la fin de 2023, contre 37 % en 2008. Toutefois, compte tenu de l'augmentation des emprunts, les montants à rembourser ou à refinancer restent considérables en termes absolus : 8 000 milliards USD.

La situation dans les économies émergentes est plus difficile, car les remboursements arrivant à échéance au cours des trois années suivantes ont sensiblement augmenté non seulement en montants absolus, mais aussi en pourcentage de l'encours total de la dette. À la fin de 2023, ils s'élevaient à 4 400 milliards USD, soit 51 % de l'encours total (partie B). Il s'agit d'une augmentation marquée par rapport à 2008 environ, date jusqu'à laquelle cette part suivait une tendance à la baisse. La progression observée depuis lors s'explique très largement par la croissance du marché chinois, dont les échéances se sont raccourcies (voir partie E du Graphique 2.3), ce qui a entraîné une hausse de la part de la dette due au cours des trois années suivantes pour les entreprises financières et non financières. La part de la Chine dans l'encours total des obligations d'entreprise des marchés émergents est passée de 29 % en 2010 à 74 % en 2023, ce qui a des répercussions importantes sur le chiffre agrégé. Si l'on considère les marchés émergents hors Chine, la part de la dette arrivant à échéance au cours des trois années suivantes est plus stable, mais s'élevait encore à 48 % à la fin de 2023.

Graphique 2.5. Encours des obligations d'entreprises arrivant à échéance au cours des trois années suivantes, toutes entreprises confondues

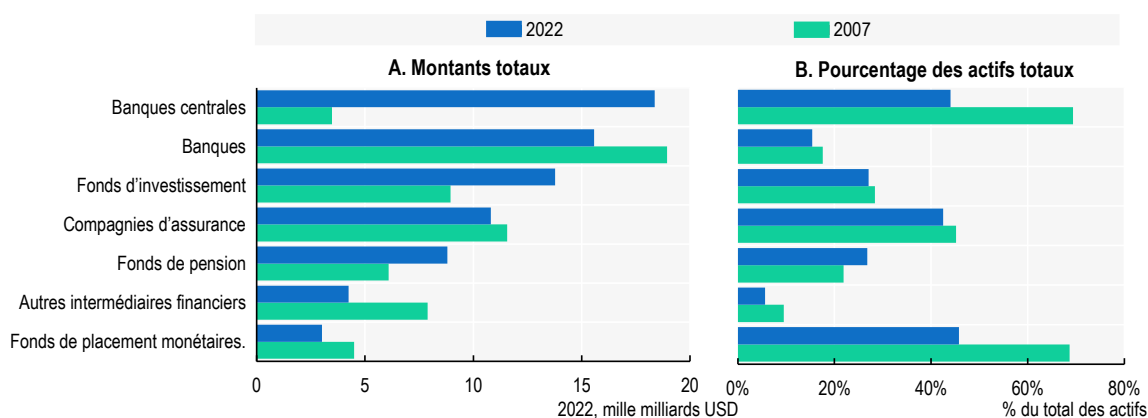


Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

2.2.2. Tendances observées du côté des investisseurs : évolution du paysage des créanciers

L'augmentation des emprunts des États (voir chapitre 1) et des entreprises dans le monde depuis 2008 a été principalement absorbée par les banques centrales et les investisseurs institutionnels. Fin 2022, les sept catégories d'investisseurs énumérées ci-dessous détenaient au total 74 600 milliards USD de titres d'emprunt (émis par des entreprises ou des États), contre 61 400 milliards USD en 2007. À l'échelle mondiale, les plus gros investisseurs en titres de dette sont les banques centrales, dont les avoirs sont passés de 3 500 milliards USD en 2007 à 18 400 milliards USD en 2022. Viennent ensuite les banques commerciales et les fonds d'investissement (Graphique 2.6). Les fonds du marché monétaire, les banques centrales et les compagnies d'assurance allouent la plus grande partie de leurs portefeuilles aux titres d'emprunt : respectivement 46 %, 33 % et 43 %.

Graphique 2.6. Titres d'emprunt détenus par certaines institutions financières, 2007 et 2022



Note : sur la base des données de bilan des secteurs nationaux pour 42 économies. Les autres intermédiaires financiers sont notamment les succursales spécialisées d'institutions financières (sociétés financières spécialisées dans la titrisation d'actifs, courtiers en valeurs mobilières et produits dérivés, sociétés financières spécialisées dans le crédit et autres sociétés financières spécialisées), les auxiliaires financiers et les institutions financières captives et les organismes de crédit. Les données non consolidées des comptes financiers de l'OCDE sont complétées dans un premier temps par des données consolidées, puis par les Statistiques de l'OCDE sur les pensions lorsque les données des comptes financiers ne sont pas disponibles.

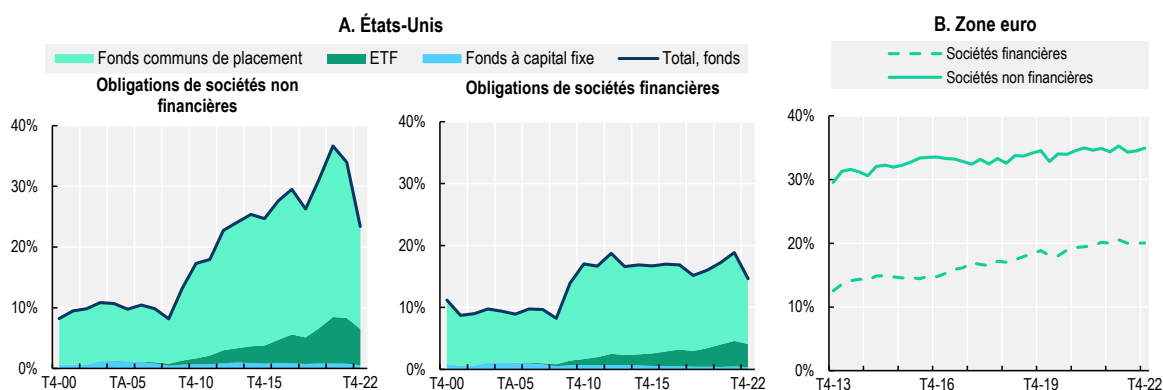
Source : comptes financiers de l'OCDE ; Statistiques de l'OCDE sur les pensions et calculs de l'OCDE.

S'agissant des juridictions qui communiquent des données sur les mouvements de fonds selon le principe « de qui à qui », il est possible d'analyser l'évolution des structures de propriété concernant certains types de titres d'emprunt, notamment les obligations d'entreprise. À l'aide de ces données, le Graphique 2.7 met en évidence une tendance notable sur les deux plus grands marchés d'obligations d'entreprise au monde (les États-Unis et la zone euro), à savoir l'importance croissante des fonds d'investissement en tant que détenteurs d'obligations d'entreprise. Cette progression est particulièrement marquante en ce qui concerne les obligations émises par des sociétés non financières depuis la crise financière de 2008, à la suite des efforts réglementaires déployés pour réduire les risques dans le secteur bancaire et diversifier l'offre de crédit, qui ont entraîné une baisse de la participation des banques aux marchés obligataires. Aux États-Unis, la part des fonds d'investissement dans l'encours des obligations de sociétés non financières a plus que quadruplé entre 2008 et 2021, passant de 8 % à 34 %, la grande majorité de ces titres étant détenus par des fonds à capital variable (y compris des ETF). Ce pourcentage a fortement chuté, pour s'établir à 23 % en 2022, à la suite de fortes pressions à la baisse exercées sur les prix des titres à revenu fixe à l'échelle mondiale, au cours desquelles les fonds d'investissement, qui, le plus souvent, n'appliquent pas une politique de type « acheter pour conserver », contrairement aux fonds de pension ou aux compagnies d'assurance, ont réduit leurs avoirs.

Bien qu'elle soit inférieure à celle des avoirs des fonds d'investissement en obligations de sociétés non financières, la hausse est également marquée en ce qui concerne les obligations de sociétés financières, qui ont plus que doublé entre 2008 et en 2021, passant de 8 % à 19 %, avant de retomber à 15 % en 2022 (Graphique 2.7, partie A). À la fin de 2022, les pourcentages étaient encore plus élevés dans la zone euro, à savoir 35 % d'obligations de sociétés non financières et 20 % d'obligations de sociétés financières (partie B).

Les données disponibles pour les États-Unis sont ventilées par type de fonds, ce qui permet une analyse plus détaillée et révèle une évolution importante au sein de l'univers des fonds d'investissement. Les fonds indiciels cotés (ETF) sont passés d'un pourcentage quasi nul (0.3 %) de l'encours des obligations d'entreprises non financières en 2008 à 6 % à la fin de 2022, soit plus d'un cinquième du total des avoirs détenus par les fonds d'investissement (Graphique 2.7, partie A).

Graphique 2.7. Part de l'encours des obligations d'entreprise détenue par des fonds d'investissement



Note : parts du total des participations par région. Les données relatives à la zone euro se rapportent au total des placements dans des fonds du marché non monétaire. Les données relatives à la zone euro sont disponibles à partir de 2013.

Source : système de réserve fédérale des États-Unis (FED), BCE, calculs de l'OCDE.

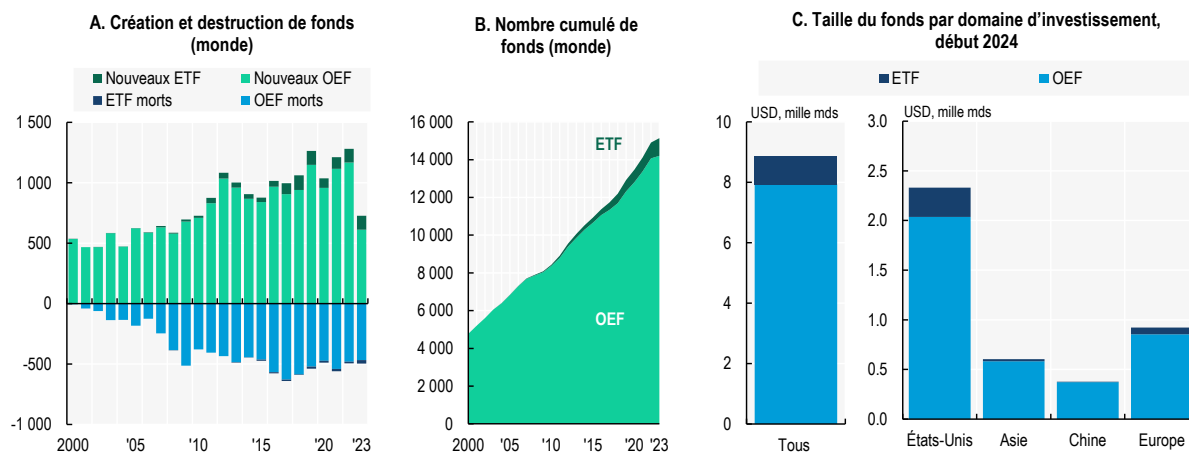
Pour mieux apprécier l'évolution de la participation des fonds d'investissement dans les marchés des obligations d'entreprise, l'analyse est complétée à l'aide d'un ensemble de données détaillées contenant

l'ensemble des fonds à capital variable axés sur les titres à revenu fixe et des ETF à l'échelle mondiale. On considère qu'un fonds participe au marché des obligations d'entreprise si son exposition nette (positions longues diminuées des positions courtes) aux obligations d'entreprise représente au moins 1 % de son portefeuille total selon les dernières données disponibles. Toutes les analyses présentées dans cette section se réfèrent à cette catégorie de fonds.

Premier élément à souligner : l'expansion soutenue de la participation des fonds d'investissement, parallèlement à l'augmentation des émissions d'obligations d'entreprise. En ce qui concerne tant les fonds à capital variable que les ETF, le nombre net de nouveaux fonds (nouvelles créations diminuées des fonds morts) est positif chaque année depuis 2000 (Graphique 2.8, partie A). La crise financière de 2008 a donné lieu à une nette accélération, due notamment au désengagement des services d'intermédiation du crédit du secteur bancaire et à l'absorption des emprunts des entreprises par de nouveaux investisseurs. Par conséquent, le nombre cumulé de fonds à revenu fixe participant aux marchés des obligations d'entreprise a plus que triplé, passant de 4 776 en 2000 à 15 144 en 2023 (partie B).

La croissance des ETF observée aux États-Unis se constate également à l'échelle mondiale. Fin 2023, sur les quelque 15 000 fonds recensés dans le monde, plus de 6 % étaient des ETF, contre moins d'un demi-pour cent en 2008. Toutefois, malgré leur croissance rapide, l'envergure des ETF demeure nettement moins importante que celle de la catégorie des fonds à capital variable. Au début de 2024, le volume agrégé de l'ensemble des fonds s'élevait à 8 900 milliards USD, dont 939 milliards USD (11 %) pour les ETF (partie C). En termes de domaine d'investissement, les États-Unis sont de loin le plus grand marché pour les ETF, puisqu'ils représentent 31 % de l'ensemble analysé, un chiffre plus de quatre fois supérieur à celui de l'Europe, qui se classe au deuxième rang.

Graphique 2.8. Fonds à revenu fixe participant au marché des obligations d'entreprise



Note : il s'agit ici des fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 % (exposition longue diminuée de l'exposition courte, en pourcentage du portefeuille total) (dernière observation disponible). Les fonds à capital fixe et ceux du marché monétaire sont exclus. Les fonds morts peuvent être liquidés ou fusionnés dans un autre fonds. Les données cumulées de la partie B indiquent l'ensemble des fonds nets (les nouveaux fonds minorés des fonds morts) depuis le début de la série de données (les premières créations remontent au début des années 50). La partie C se fonde sur la zone géographique déclarée sur laquelle les fonds se concentrent plutôt que sur leur domicile ou leur cotation. Ainsi, par exemple, la catégorie « États-Unis » comprend des investisseurs non américains qui se concentrent sur le marché américain. La catégorie « Total » comprend tous les fonds, y compris ceux n'indiquant aucune zone spécifique. Seuls sont inclus les fonds pour lesquels des données de portefeuille ont été communiquées à partir de 2023. Les catégories régionales (Asie, Europe) comprennent les fonds axés sur un pays spécifique (la Chine, par exemple, relève entièrement de la catégorie « Asie »).

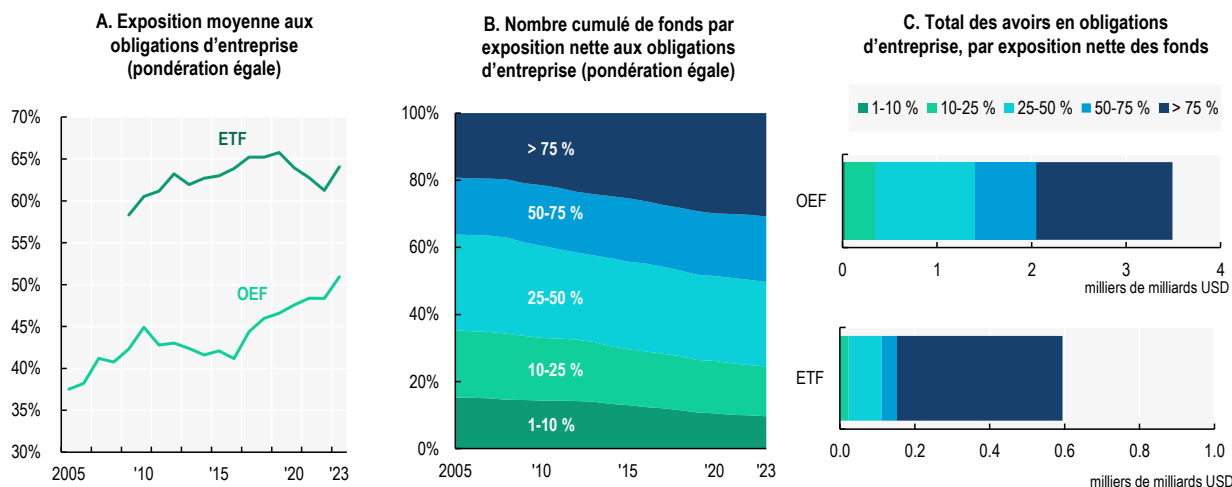
Source : Morningstar Direct, calculs de l'OCDE, voir Annexe 2.A pour plus de détails.

Le nombre de fonds d'investissement présents sur le marché des obligations d'entreprise a certes augmenté, mais ces fonds ont également accru leur exposition aux obligations d'entreprise

(Graphique 2.9). En ce qui concerne les fonds à capital variable, l'exposition nette moyenne est ainsi passée de 38 % en 2005 à 51 % en 2023. L'exposition moyenne aux ETF est encore plus élevée : 64 % (partie A). Cette situation a entraîné une modification de la composition des fonds d'investissement à l'échelle mondiale. À la fin de 2023, la moitié de l'ensemble des fonds affichaient une exposition nette aux obligations d'entreprise supérieure à 50 %, soit une augmentation de 13 points de pourcentage par rapport à 2008 (partie B). Cette hausse est particulièrement frappante en ce qui concerne ceux dont l'exposition nette dépasse 75 %, qui représentent désormais plus de 30 % de l'ensemble des fonds, contre 20 % en 2008 (partie C). La catégorie d'exposition la plus faible (1 à 10 %) ne représente que 10 % des fonds.

Ces évolutions témoignent d'une réorientation mondiale vers des investissements plus risqués dans un environnement de rendements plus faibles sur les actifs refuges traditionnels au cours de la période qui a suivi la crise financière de 2008. La partie C ci-dessous présente un calcul des avoirs en obligations d'entreprise que détiennent réellement les fonds d'investissement (par opposition à leur taille totale, illustrée sur la partie C du Graphique 2.8), ventilés selon l'exposition nette aux obligations d'entreprise. Au début de 2024, les fonds à capital variable et à revenu fixe ainsi que les ETF dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise dépassait 75 % détenaient respectivement 1 400 milliards et 442 milliards USD d'obligations d'entreprise. Dans le cas des ETF, cela représente près des trois quarts du total de leurs avoirs en obligations d'entreprise.

Graphique 2.9. Exposition des fonds d'investissement aux obligations d'entreprise à l'échelle mondiale



Note : seuls les fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 % (en pourcentage du portefeuille total) sont pris en compte. Étant donné que les observations relatives aux ETF sont très limitées avant 2009, c'est cette année qui est retenue comme point de départ dans la partie A. Dans la partie C, les avoirs en obligations d'entreprise sont calculés en multipliant l'exposition nette moyenne aux obligations d'entreprise, pour chaque fonds en 2023, par la taille totale du fonds (telle que déclarée en 2023 ou ultérieurement).

Source : Morningstar Direct, calculs de l'OCDE, voir Annexe 2.A pour plus de détails.

2.3. Accumulation des risques et des vulnérabilités

Parallèlement à l'augmentation de la dette obligataire des entreprises, la qualité du crédit s'est nettement dégradée. Après la crise financière de 2008, la faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance des capitaux disponibles ont entraîné une baisse structurelle des rendements dans le monde entier pendant plus de dix ans. Par conséquent, les investisseurs cherchant à accroître leurs rendements ont alloué une plus grande part de leur capital à des investissements plus risqués, ce qui a permis à des entreprises présentant une

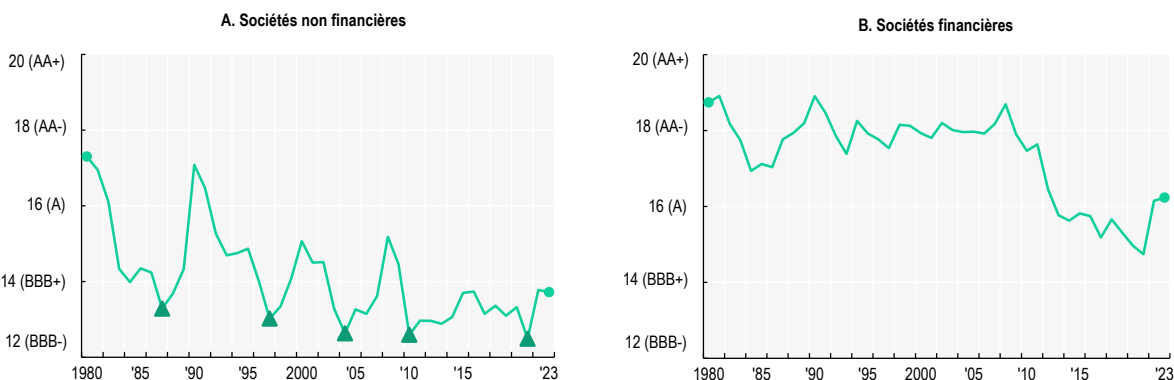
qualité de crédit moindre d'accéder plus facilement aux marchés des obligations d'entreprise et, partant, de favoriser le développement de segments de marché plus risqués.

2.3.1. Dégradation de la qualité du crédit et croissance du marché des titres spéculatifs

La qualité globale du crédit s'est continuellement dégradée au fil du temps. Le Graphique 2.10 illustre l'évolution à long terme des notations de crédit des obligations d'entreprise à l'aide d'un indice établi en pondérant en fonction de leur valeur les notations de crédit de toutes les obligations notées émises dans le monde. Bien que cet indice présente une évolution cyclique manifeste au fil du temps, il semble également indiquer une tendance baissière structurelle s'agissant des sociétés à la fois non financières et financières. En ce qui concerne les sociétés non financières (partie A), l'indice a atteint sa valeur la plus basse en 2021, à 12.5 (soit un demi-cran au-dessus de BBB-, la note la plus basse de la catégorie investissement), c'est-à-dire deux crans en dessous de la moyenne observée entre 1980 et 2008. En 2022, la valeur de l'indice a connu une progression relativement importante, pour s'établir à 13.8, en raison d'une baisse significative (74 % à l'échelle mondiale) des émissions de la catégorie spéculative dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de durcissement des conditions financières. Il s'est maintenu à ce niveau en 2023.

La dégradation de la qualité du crédit dans la foulée de la crise financière de 2008 est encore plus frappante en ce qui concerne les sociétés financières, dont les obligations ont toujours été très bien notées, et de manière plus stable que celles des obligations d'entreprises non financières. Entre 1980 et 2011, l'indice n'est jamais passé en dessous de 16.9 (ce qui équivaut approximativement à une note A+) s'agissant des sociétés financières. Il s'est toutefois établi à 14.7 (entre A- et BBB+) après dix ans de dégradation marquée de la qualité du crédit. Les années 2022 et 2023 ont ensuite connu de fortes hausses, à l'instar de ce qui a été observé concernant les obligations d'entreprises non financières

Graphique 2.10. Indice mondial de notation des obligations d'entreprise



Note : pour une obligation, 1 représente la note de crédit la plus faible et 21 la plus élevée. L'indice de notation des obligations d'entreprise est ensuite calculé en faisant la moyenne des notes de chaque obligation, pondérée par le montant des émissions. Les calculs reposent sur 250 988 obligations notées émises par des entreprises établies dans 126 juridictions.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

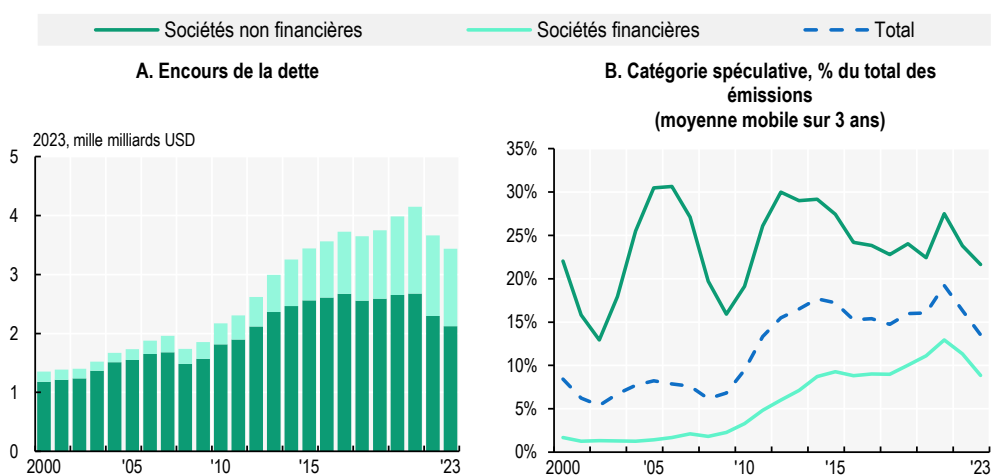
Cette dégradation de la qualité du crédit résulte en partie de l'expansion du marché des titres classés dans la catégorie spéculative. Le Graphique 2.11 donne un aperçu de l'évolution de ce segment à l'échelle mondiale, en mettant en lumière trois grosses tendances.

Premièrement, les emprunts de la catégorie spéculative ont fortement augmenté. Entre 2008 et 2023, les encours totaux ont presque doublé en termes réels, pour atteindre 3 400 milliards USD. Deuxièmement, contrairement au marché au sens large, la part des obligations de sociétés financières dans l'encours total

des titres de catégorie spéculative a nettement progressé depuis la crise financière de 2008, puisqu'il a plus que doublé, passant de 15 % en 2008 à 38 % en 2023 (partie A). Cette hausse est en grande partie imputable à l'expansion des marchés obligataires européens et chinois de titres de la catégorie spéculative émis par des sociétés financières. La part de l'Europe sur le marché mondial des titres de catégorie spéculative est passée de 14 % à 30 % entre 2008 et 2023, et celle des obligations de sociétés financières sur son propre marché de titres spéculatifs de 20 % à 58 % au cours de la même période. De même, les entreprises chinoises, qui représentaient 2 % du marché mondial de titres spéculatifs en 2008, sont passées à 8 % en 2023. Au cours de la même période, la part des sociétés financières sur le marché chinois des titres de catégorie spéculative a été portée de 17 % à 81 %¹. En ce qui concerne les sous-secteurs, la hausse observée à l'échelle mondiale est principalement due à l'augmentation du volume de titres émis par des entreprises actives dans les *services bancaires*, les *services de banque d'investissement* et les *services d'investissement*.

Troisièmement, le segment de la catégorie spéculative a connu, à l'échelle mondiale, une croissance plus rapide que le marché des titres de catégorie investissement. Si l'on examine les moyennes mobiles sur trois ans, la part du volume total des émissions de titres spéculatifs a en effet plus que doublé, passant de 6 % en 2008 à 14 % en 2023 (partie B).

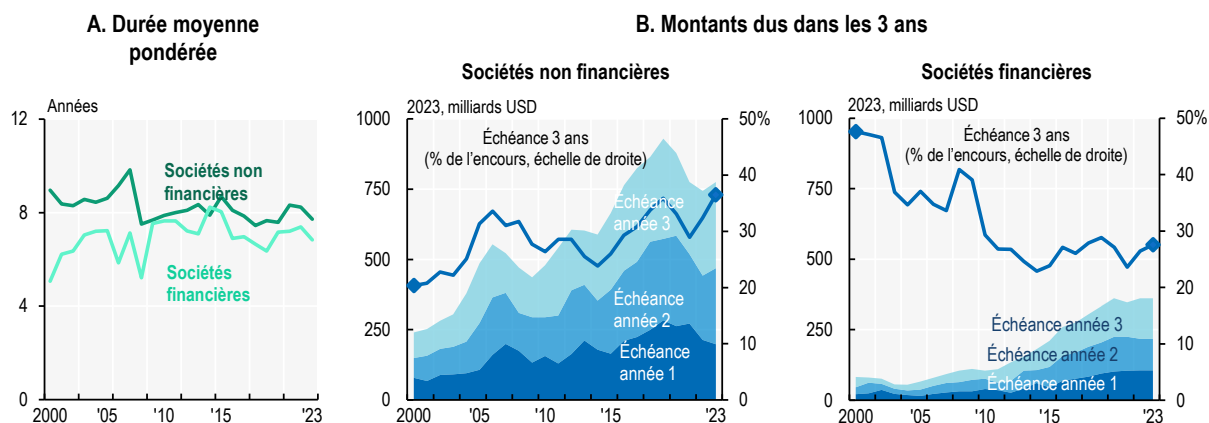
Graphique 2.11. Le marché mondial des titres spéculatifs



Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Contrairement à ce que l'on observe sur le marché des titres de la catégorie investissement, ceux de la catégorie spéculative n'ont pas connu d'allongement de leurs échéances moyennes pondérées. À l'échelle mondiale, elles sont restées constantes, autour de 8 ans, au cours des quinze dernières années (Graphique 2.12). Bien que la grande majorité de l'encours des obligations de catégorie spéculative soit assortie de taux d'intérêt fixes, les besoins de refinancement à court terme sont importants. À l'échelle mondiale, 1 100 milliards USD d'obligations de catégorie spéculative devront être remboursés ou refinancés d'ici la fin de 2026, très probablement dans des conditions financières nettement plus restrictives qu'au moment de leur émission.

Graphique 2.12. Échéances et remboursements, obligations de catégorie spéculative dans le monde

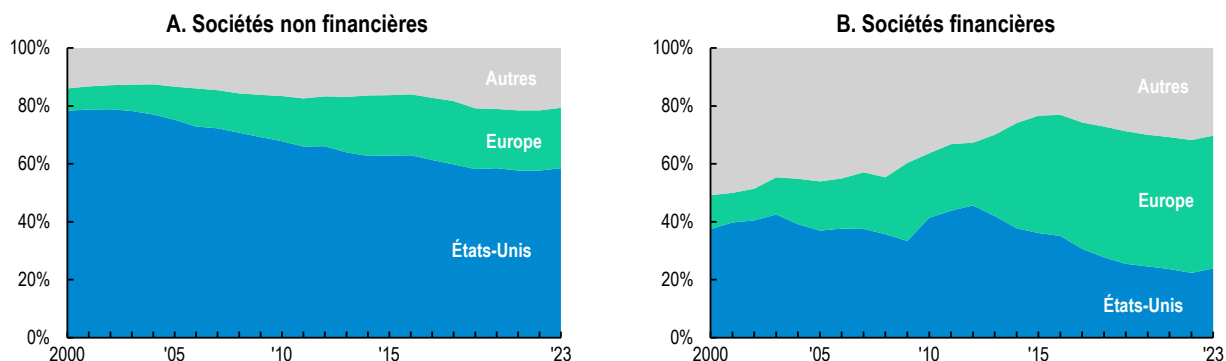


Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

La mesure dans laquelle les entreprises de la catégorie spéculative utilisent les marchés obligataires varie selon les régions. Les entreprises américaines dominent le marché des obligations de la catégorie spéculative émises par des sociétés non financières. Bien que la part des États-Unis ait diminué au fil du temps, elle s'établissait encore à 59 % à la fin de 2023 (Graphique 2.13), c'est-à-dire bien au-delà de la part qu'occupe le pays sur le marché mondial des titres de sociétés non financières, qui s'élève à 45 %. Ce chiffre représente une baisse par rapport à 2000, où elle représentait 78 % de l'ensemble du marché des titres de la catégorie spéculative émis par des sociétés non financières. Ce recul relatif s'explique principalement par le recours accru des marchés obligataires par les entreprises européennes de catégorie spéculative, dont la part est passée de 8 % en 2000 à 21 % en 2023, à l'instar de la part qu'elles occupent sur le marché des titres non financiers au sens large (19 %).

La situation est différente s'agissant des sociétés financières de la catégorie spéculative. Tout d'abord, ce segment est nettement moins dominé par les entreprises basées aux États-Unis, puisqu'elles représentent 24 % de l'encours mondial, soit une proportion semblable à leur part de la dette obligataire émise par des sociétés financières à l'échelle mondiale (partie B). Les entreprises européennes, à l'inverse, représentent pas moins de 46 % du marché, ce qui est nettement supérieur à la part qu'elles occupent sur le marché mondial des obligations d'entreprises financières, qui s'élève à 35 %. Par rapport au marché des titres de catégorie spéculative émis par des sociétés non financières, les entreprises américaines et européennes représentent également une part plus faible de l'ensemble des marchés des titres de sociétés financières à l'échelle mondiale (70 % à la fin de 2023). Le reste est composé en majorité d'entreprises asiatiques, principalement chinoises.

Graphique 2.13. Répartition régionale de l'encours des obligations de catégorie spéculative



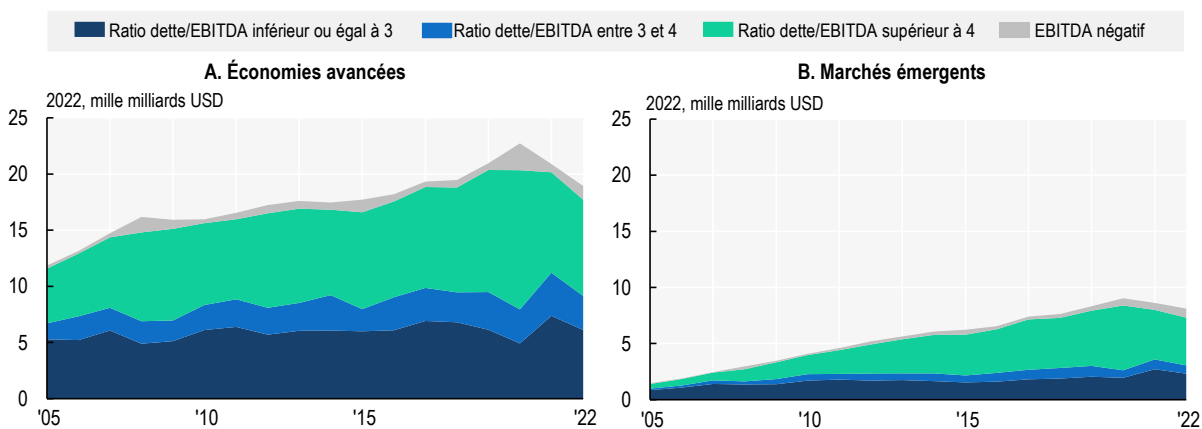
Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

2.3.2. Endettement dans le secteur des entreprises non financières

Comme on l'a vu à la section 2.2.1, la part du secteur des sociétés non financières dans l'encours total de la dette obligataire des entreprises a fortement augmenté. Pour mieux évaluer ces évolutions, la présente section étend l'analyse à l'ensemble des opérations de financement par l'emprunt des sociétés non financières.

Les résultats montrent que l'augmentation du risque de crédit ne se limite pas aux marchés d'obligations d'entreprise, mais s'inscrit dans une tendance plus générale du secteur à l'endettement. De fait, si l'on considère l'ensemble des sociétés cotées dans le monde, la catégorie la plus endettée est celle des entreprises dont le ratio dette/EBITDA est supérieur à 4 dans les économies avancées (45 % de la dette totale) et émergentes (52 %). Fin 2022, la dette totale inscrite au bilan de ces entreprises fortement endettées s'élevait à 12 800 milliards USD à l'échelle mondiale.

Graphique 2.14. Dette totale par ratio d'endettement, sociétés non financières cotées

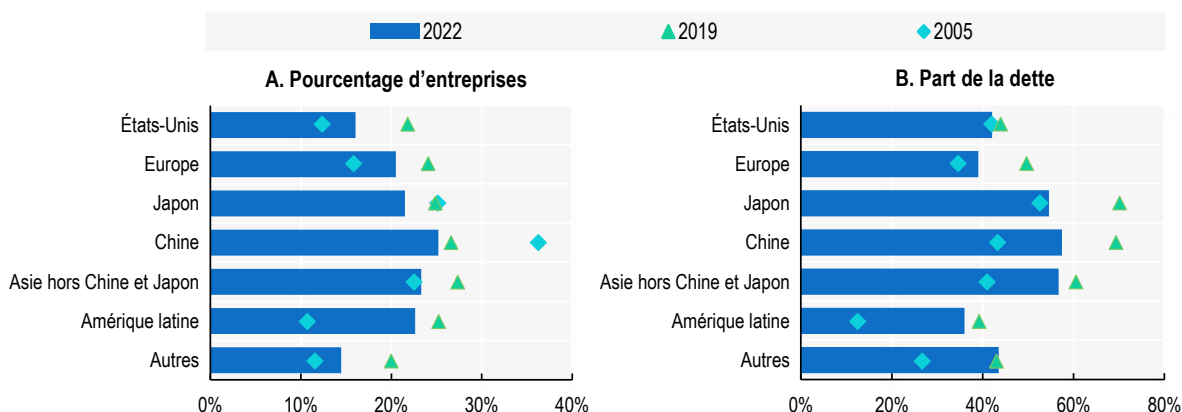


Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

On observe cette hausse du nombre d'entreprises fortement endettées dans la plupart des régions, tant en ce qui concerne la proportion d'entreprises concernées que le montant de la dette (Graphique 2.15). Fin 2022, environ un quart de l'ensemble des entreprises chinoises cotées, représentant 57 % de l'encours total de la dette, étaient considérées comme fortement endettées sur la base d'un ratio dette/EBITDA supérieur à 4. De même, au Japon, 22 % des sociétés cotées, représentant près de 55 % de l'encours

total de la dette, relevaient de la catégorie des entreprises fortement endettées. Aux États-Unis, même si la part des entreprises fortement endettées a augmenté, celle de la dette détenue par ces sociétés est restée à peu près constante. En particulier, s'agissant de la part de la dette détenue par les entreprises très endettées, les niveaux de 2022 sont légèrement inférieurs à ceux de 2019 dans la plupart des régions. Cette évolution s'explique largement par la montée en flèche des bénéfices réalisés par les sociétés cotées partout dans le monde après la pandémie.

Graphique 2.15. Part des sociétés non financières cotées fortement endettées, par région

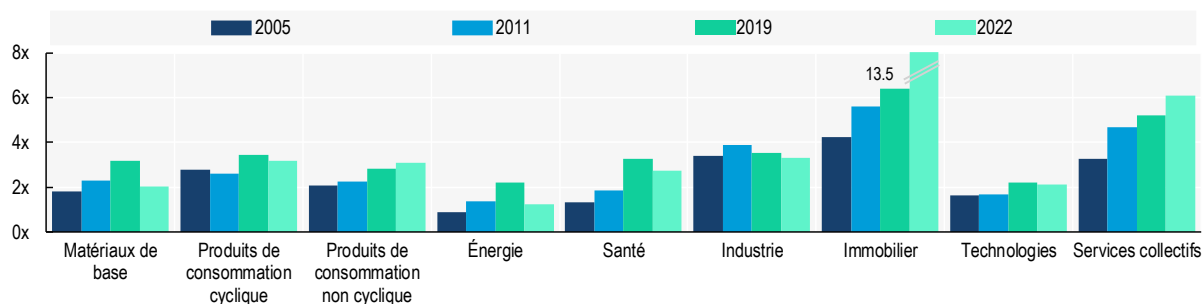


Note : les entreprises fortement endettées sont définies comme celles dont le ratio dette/EBITDA est supérieur à 4.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Bien que l'endettement des entreprises ait globalement augmenté, les niveaux varient sensiblement d'un secteur à l'autre, comme l'illustre le Graphique 2.16. À l'exception du secteur industriel, tous les secteurs ont vu leur ratio dette/EBITDA global augmenter depuis 2005. C'est dans le secteur de l'immobilier que la hausse est la plus prononcée, puisque le ratio est passé, en moyenne, de 4.2x à 13.5x. L'envolée de l'endettement des sociétés immobilières, qui sont, de loin, les plus endettées parmi les ses secteurs repris ci-dessous, est principalement le fait des entreprises chinoises, qui ont vu leurs bénéfices chuter de manière significative et leur niveau d'endettement augmenter au cours des dernières années. L'Encadré 2.1 examine plus en détail les risques et les vulnérabilités auxquels est confronté le secteur immobilier.

Graphique 2.16. Ratio dette/EBITDA des sociétés non financières cotées, agrégé par secteur

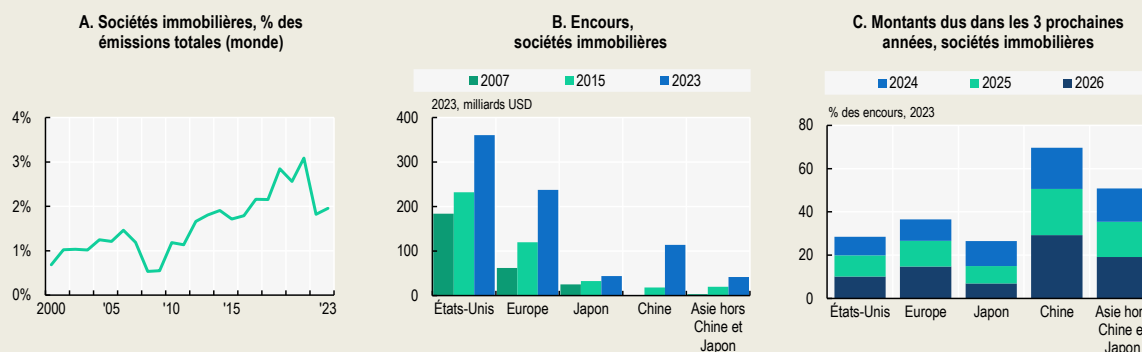


Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Encadré 2.1. Les risques auxquels est confronté le secteur immobilier

Ces dernières années, le secteur immobilier a largement fait appel aux marchés des obligations d'entreprise, plus encore que d'autres secteurs. La part des émissions d'obligations de sociétés non financières imputable au secteur immobilier est passée de 0.7 % en 2000 à un niveau record de 3.1 % en 2021, avant de retomber à 2.0 % en 2023 (Graphique 2.17, partie A). En 2023, l'encours des obligations émises à l'échelle mondiale par les entreprises du secteur a atteint 881 milliards USD. À l'instar d'autres obligations d'entreprise, la grande majorité d'entre elles sont émises à taux fixe. Cependant, le secteur immobilier est fortement endetté et une part importante de cette dette devra être refinancée ou remboursée à court terme. Ce problème se fait particulièrement sentir dans certaines économies asiatiques. D'ici la fin de 2026, 70 % de l'encours total des obligations de sociétés immobilières arriveront à échéance en Chine, et 51 % dans les économies asiatiques hors Chine et Japon.

Graphique 2.17. Tendances du financement obligataire par les sociétés immobilières



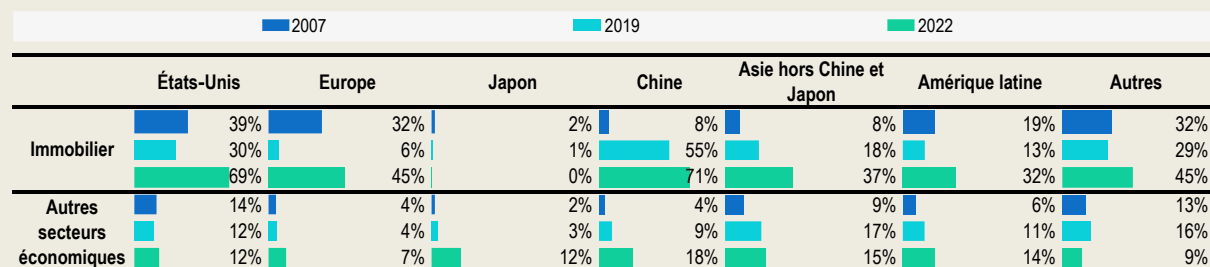
Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Le niveau d'endettement du secteur immobilier a augmenté nettement plus que dans la plupart des autres secteurs ces dernières années. Sur la base d'une mesure du taux de couverture des intérêts, le Graphique 2.18 compare la part de la dette détenue par des entreprises à haut risque du secteur immobilier à celle d'autres secteurs dans différents pays. On constate que la part des entreprises à risque a considérablement augmenté dans plusieurs régions, notamment en Chine, où elle atteignait 71 % à la fin de 2022, et aux États-Unis, où elle s'établissait à 69 %. La détérioration des conditions de crédit dans certains segments de l'immobilier aux États-Unis peut également s'observer dans la légère hausse du taux d'impayés concernant les titres adossés à des créances hypothécaires dans les secteurs de l'immobilier de bureau et de l'hébergement (Trepp, 2023^[2]).

Le durcissement de la réglementation bancaire et la recherche de rendement par les investisseurs au cours des dix dernières années ont favorisé le développement du financement des sociétés immobilières par des instruments non bancaires et le recours de celles-ci à des organismes de placement collectif (OCDE, 2021^[3]). Les données disponibles sur l'exposition des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension et fonds d'investissement) à ces investissements mettent en évidence une certaine hétérogénéité selon les régions et les types d'investisseurs. En moyenne, parmi les juridictions reprises ci-dessous, c'est au secteur immobilier que les fonds d'investissement sont les plus exposés, avec 15.6 % du total des actifs. Les expositions moyennes des fonds de pension et des compagnies d'assurance sont plus faibles : 5.0 % et 4.2 %,

respectivement. Toutefois, même pour ces investisseurs, l'exposition est importante dans certaines juridictions, notamment au Japon et dans certaines économies européennes.

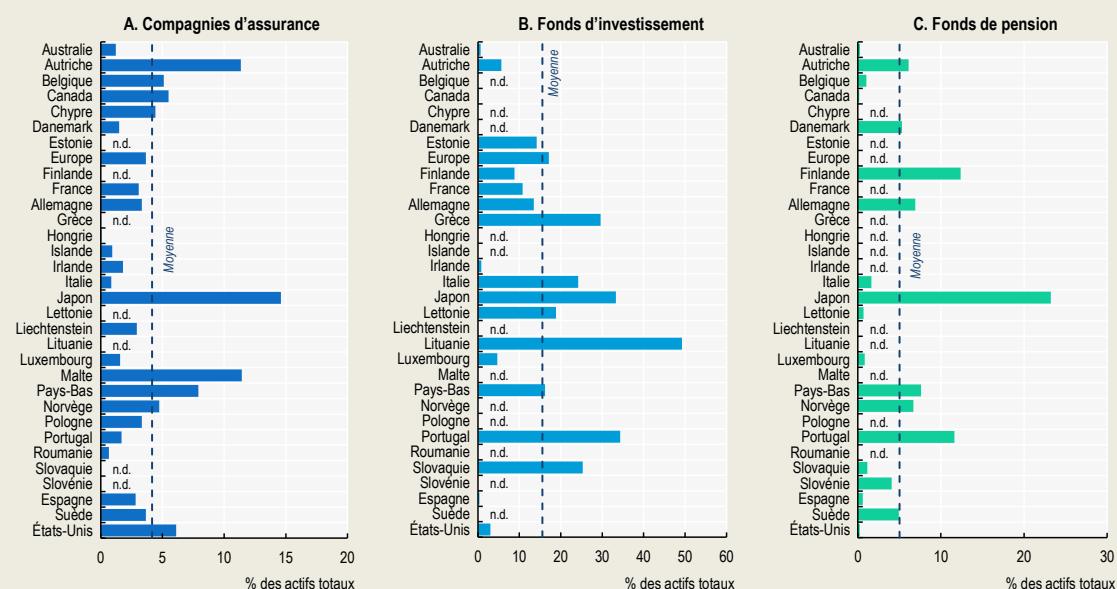
Graphique 2.18. Part de la dette détenue par des entreprises à risque dans les différents secteurs



Note : les données se rapportent aux sociétés cotées, hors secteur financier. Les entreprises à risque sont celles qui affichent un taux de couverture des intérêts inférieur à 2.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Graphique 2.19. Exposition des investisseurs institutionnels à l'immobilier



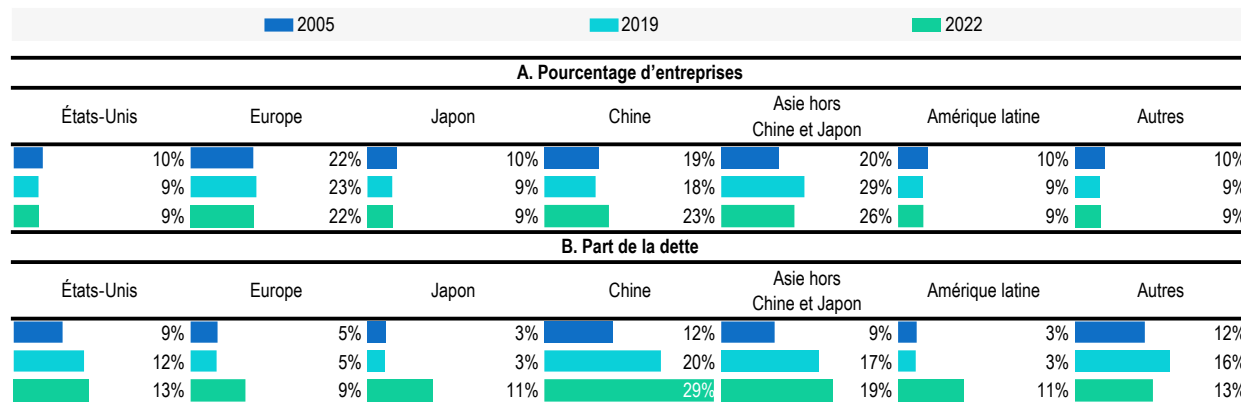
Note : les données se rapportent au T4 2022. Les expositions à l'immobilier sont représentées par les avoirs immobiliers (non destinés à l'usage propre), les prêts hypothécaires commerciaux, les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales et les parts de fonds de placement immobilier. Données non disponibles pour le Royaume-Uni.

Source : Bureau australien de la statistique, Banque du Japon, statistiques de l'AEAPP sur les assurances et les pensions, Banque centrale européenne, Réserve fédérale des États-Unis, Bureau de la statistique nationale du Royaume-Uni, Statistique Canada, calculs de l'OCDE.

Malgré la hausse du niveau d'endettement, la part des entreprises à risque n'a pas augmenté sensiblement au cours des deux dernières décennies si l'on examine leur capacité à assurer le service de leur dette. Le Graphique 2.20 ci-dessous illustre la part des entreprises ayant une faible capacité à assurer le service des paiements d'intérêts, c'est-à-dire celles affichant un taux de couverture des intérêts inférieur à 2, un seuil parfois utilisé pour définir les entreprises « à risque » (Palomino et al., 2019^[4]). Dans la plupart des régions, la part des entreprises affichant de faibles taux de couverture des intérêts était à peu près la

même en 2022 qu'en 2005, principalement en raison d'une politique monétaire accommodante, qui a permis de contenir les charges d'intérêts.

Graphique 2.20. Proportion de sociétés non financières cotées affichant un faible taux de couverture des intérêts

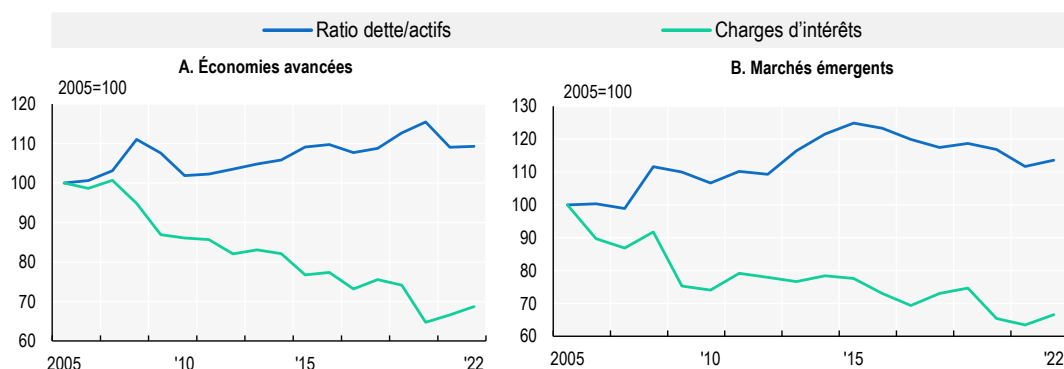


Note : le taux de couverture des intérêts correspond au rapport entre les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement et les charges d'intérêts. Il est dit « faible » lorsqu'il est inférieur à 2.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG Datastream, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

De fait, la faiblesse des taux d'intérêt, ces dernières années, a donné lieu à une tendance notable : une corrélation négative entre l'endettement des entreprises et les charges d'intérêts. Tant les économies avancées que les marchés émergents ont vu les charges d'intérêts (mesurées en rapportant les charges d'intérêts à la dette financière totale) diminuer au cours des quinze dernières années, tandis que le ratio d'endettement (mesuré en rapportant la dette financière à l'actif total) a augmenté (Graphique 2.21). Vu le durcissement des conditions financières, il est peu probable que cette tendance se poursuive. Compte tenu du niveau élevé d'endettement des entreprises à l'heure actuelle, les hausses des taux d'intérêt pourraient faire basculer un nombre bien plus important d'entreprises dans la catégorie des taux de couverture des intérêts à haut risque.

Graphique 2.21. Endettement et charges d'intérêts des sociétés non financières cotées



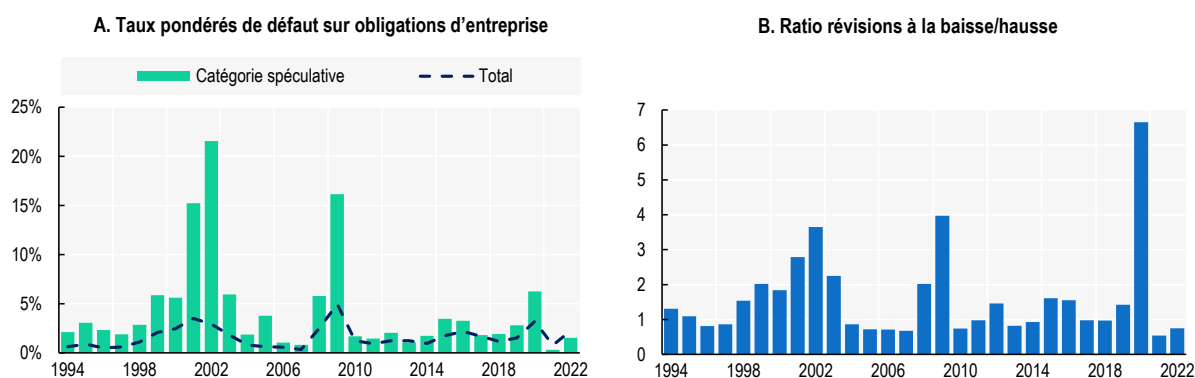
Note : les charges d'intérêts sont mesurées en rapportant les charges d'intérêts à la dette financière totale.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

2.3.3. Évolution des défaillances d'entreprises

Malgré une envolée de l'endettement et une dégradation généralisée de la qualité de crédit des obligations d'entreprise, le nombre de défaillances d'entreprises est resté modéré ces dernières années par rapport aux niveaux passés. Hormis une légère hausse en 2020, il n'y a pas eu de pic significatif des défaillances d'entreprises classées dans la catégorie spéculative depuis la crise financière de 2008 (Graphique 2.22, partie A). Les défaillances ont augmenté quelque peu en 2022 à la suite d'une politique monétaire plus restrictive et du durcissement des conditions financières, même leur niveau est resté nettement inférieur à celui de 2020 (MIS, 2023^[51]) (MIS, 2023^[51]). En particulier, en raison de l'ampleur des dispositifs de soutien public et des mesures ayant permis d'éviter une crise financière généralisée, la dégradation de la qualité du crédit (mesurée par le rapport entre les révisions à la baisse et à la hausse des notations de crédit) ne s'est pas traduite par une augmentation des défaillances aussi importante qu'au lendemain de la crise financière de 2008 (partie B). En 2002 comme en 2009, le nombre de révisions à la baisse a été plus de 3.5 fois supérieur à celui des révisions à la hausse, le taux de défaillance ayant atteint 16.1 % en 2009 dans la catégorie spéculative. À l'inverse, si le ratio entre les révisions à la baisse et à la hausse atteignait 6.7 en 2020, soit de loin le plus élevé de la série ci-dessous, le taux de défaillance de la catégorie spéculative est resté relativement faible, à 6.3 %.

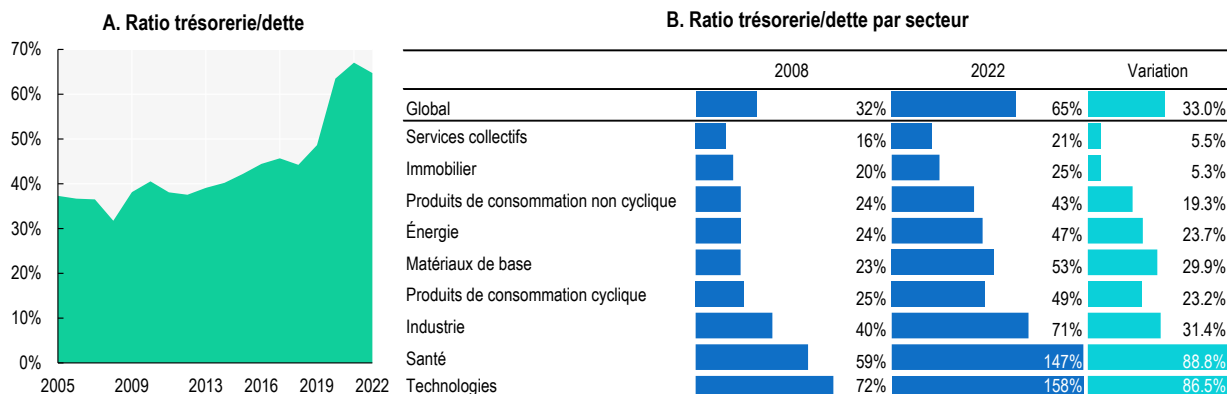
Graphique 2.22. Défauts sur obligations d'entreprise et évolution de la notation de crédit



Source : (MIS, 2023^[51]) pour la partie A et (S&P, 2023^[61]) pour la partie B.

La question centrale est donc de savoir s'il faut s'attendre à de nouvelles défaillances à mesure que le resserrement marqué de la politique monétaire produit progressivement ses effets. Comme le montre le Graphique 2.4, la grande majorité des obligations d'entreprise sont émises à taux fixe. Par conséquent, de nombreuses entreprises de la catégorie spéculative ne seront exposées à la hausse des taux d'intérêt qu'avec un certain décalage. Par ailleurs, les entreprises ont amélioré leurs volants de liquidités depuis la crise financière de 2008, puis ont bénéficié du soutien apporté par les pouvoirs publics et les banques centrales au début de la pandémie en 2020. Les volants de liquidités ont été considérablement renforcés entre 2008 et 2022 : les encaisses monétaires médianes, mesurées en proportion de la dette financière totale, sont passées de 32 % en 2008 à 65 % en 2022 (Graphique 2.23, partie A). On observe la même tendance au niveau sectoriel, tous les secteurs ayant amélioré leur position de trésorerie médiane entre 2008 et 2022 (partie B).

Graphique 2.23. Niveaux de liquidité (trésorerie/dette financière) des sociétés non financières cotées à l'échelle mondiale

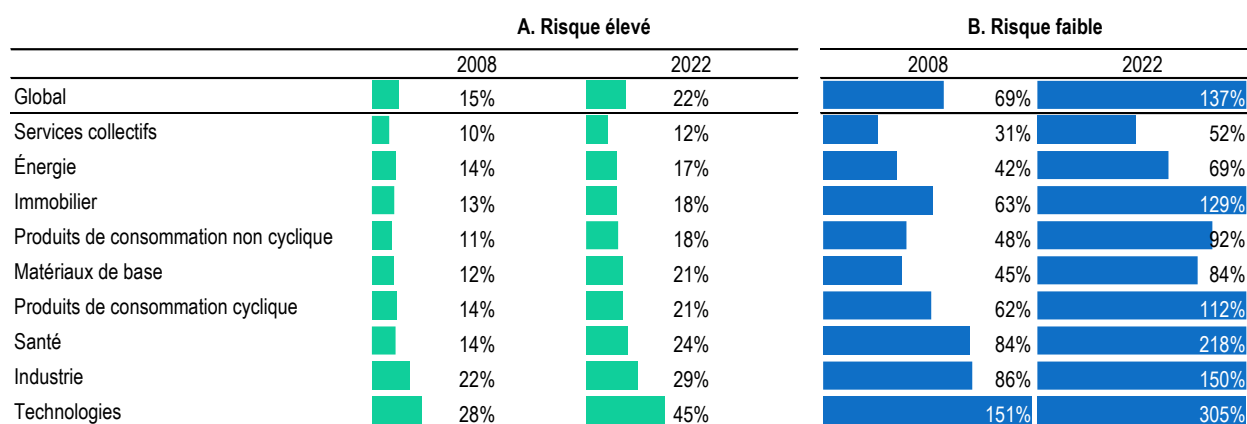


Note : il s'agit de valeurs médianes.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Pour déterminer si les chiffres agrégés masquent des variations entre des entreprises ayant des capacités différentes en matière de service de la dette, l'échantillon est scindé en deux catégories, les entreprises à haut risque et celles à faible risque, sur la base des ratios dette/EBITDA. Au cours de la période 2008-22, les entreprises à haut risque comme celles à faible risque ont amélioré leur trésorerie. Comme on pouvait s'y attendre, les volants de liquidités sont nettement plus faibles dans les entreprises à haut risque (Graphique 2.24). Parmi ces dernières, les secteurs des services publics, de l'énergie, de l'immobilier et des produits de consommation non cyclique affichaient le ratio trésorerie/dette le plus faible. En 2022, c'est dans les secteurs de la santé, de la technologie, de l'industrie et de l'immobilier que l'écart de trésorerie entre les entreprises à faible risque et celles à haut risque a été le plus important : plus de 100 points de pourcentage chacun.

Graphique 2.24. Niveaux de liquidité des sociétés non financières cotées par risque et par secteur, fin 2022



Note : la liquidité est mesurée par le ratio médian entre la trésorerie et la dette financière pour chaque catégorie de risque. Les entreprises à haut risque et à faible risque sont définies comme celles dont le ratio dette/EBITDA est supérieur à 4 et inférieur à 3, respectivement. Les entreprises dont l'EBITDA est négatif sont exclues.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

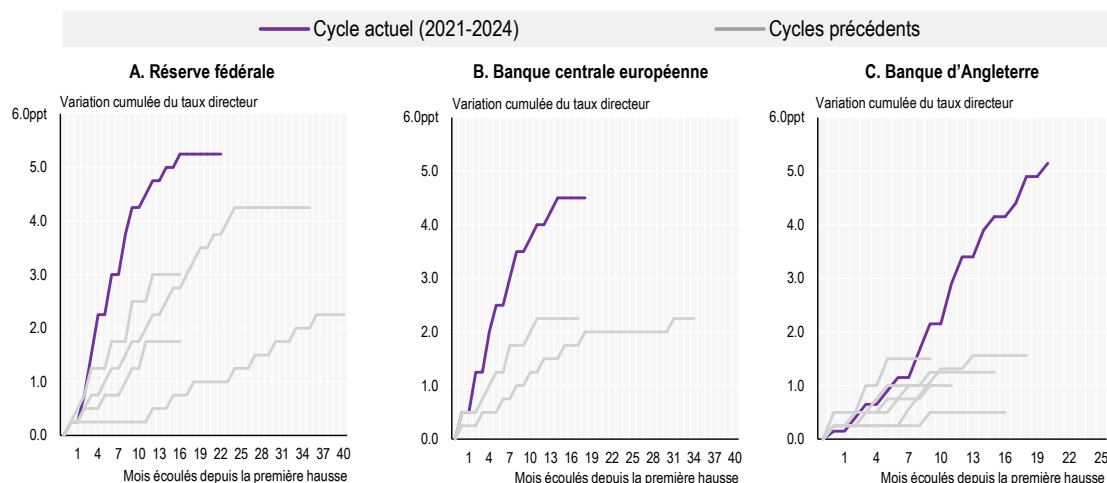
2.4. Gérer les risques pesant sur la stabilité financière dans un contexte de mutation du paysage macrofinancier

La période prolongée de conditions financières accommodantes ayant permis l'expansion des marchés des obligations d'entreprise, dont traite le présent rapport, a brusquement pris fin en 2022 ; les banques centrales de la plupart des grandes économies se sont alors engagées dans un cycle de resserrement monétaire en réponse à la hausse du taux d'inflation annuel qui a atteint, dans l'ensemble des pays de l'OCDE, des niveaux jamais observés depuis 1989. Cette section examine ce que pourrait être la réaction des marchés mondiaux des obligations d'entreprise face à cette évolution du paysage macro financier, en mettant en lumière les implications possibles pour la stabilité financière.

2.4.1. Resserrement de la politique monétaire et retrait des banques centrales des marchés obligataires

En valeurs absolues, les taux directeurs se situent à des niveaux similaires à ceux observés à la fin de l'année 2006 au Royaume-Uni (5 % actuellement, contre 5.25 % en février 2024) et aux États-Unis (5.25 %, contre une fourchette comprise entre 5.25 et 5.50 % en février 2024). Le taux de la facilité de dépôt de la Banque centrale européenne (BCE) a atteint un plus haut niveau historique de 4 % en février 2024, alors qu'il s'établissait à 2.5 % fin 2006. Le cycle de resserrement actuel, qui s'est enclenché entre 2021 et 2022 dans la plupart des pays, se caractérise non pas tant par le niveau des taux en valeur absolue que par le rythme des relèvements, qui n'a jamais été aussi soutenu depuis plusieurs décennies (Graphique 2.25).

Graphique 2.25. Cycles de resserrement des principales banques centrales depuis 1990



Note : un cycle de resserrement correspond à une période d'au moins 14 mois qui commence lorsque la première décision de resserrement de la politique monétaire est annoncée et s'achève au moment où la première baisse de taux intervient ou au terme d'une période de 12 mois consécutifs sans hausse de taux d'intérêt. Les cycles sont les suivants : Réserve fédérale – 1994-1995, 1999-2000, 2004-2007, 2015-2019, 2022-2024 ; BCE – 1999-2001, 2005-2008, 2022-2024 ; Banque d'Angleterre – 1994-1995, 1996-1998, 1999-2000, 2003-2005, 2006-2007, 2017-2019, 2021-2024.

Source : LSEG, calculs de l'OCDE

En d'autres termes, les conditions qui ont permis la multiplication des émissions d'obligations à haut risque ne sont plus réunies. Même si l'inflation diminuait largement et revenait au niveau de l'objectif fixé ou s'en rapprochait, les taux d'intérêt et les coûts de financement des entreprises resteraient nettement plus élevés qu'ils ne l'ont été durant ces dernières années, en particulier eu égard à la décision des banques centrales

de mettre fin aux mesures d'apport de liquidités. L'Encadré 2.2 donne un aperçu des effets que différents scénarios d'évolution des taux d'intérêt produiraient sur l'aptitude des entreprises cotées d'assurer le service de leur dette.

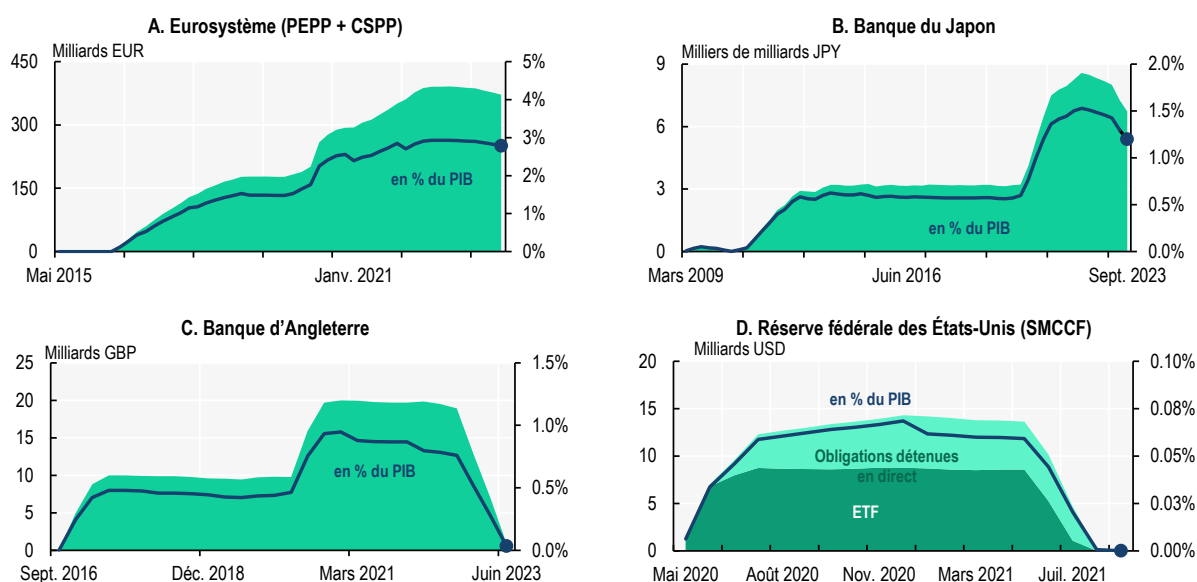
Alors que les taux d'intérêt ont été abaissés à un niveau proche de zéro, voire en deçà dans de nombreux pays au cours des dernières années dans le but de stimuler l'économie et de faire remonter le taux d'inflation vers son objectif, de nombreuses banques centrales ont enrichi leurs panoplies d'outils de politique monétaire, en y incluant des mesures d'assouplissement quantitatif, et mis en œuvre d'importants programmes d'achat d'actifs. Nombre de ces programmes ont été mis en place au lendemain de la crise financière de 2008, mais ils ont été considérablement élargis en réponse à la pandémie de COVID-19. Bien que les achats d'actifs aient principalement ciblé les titres d'État, les grandes banques centrales ont également acheté d'importants volumes d'obligations d'entreprise, comme le montre le Graphique 2.26 ci-après.

Dans le contexte actuel de réorientation de la politique monétaire, ces programmes sont progressivement abandonnés. Les achats nets effectués en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la Banque centrale européenne (BCE) ont été arrêtés en mars 2022 et le réinvestissement des titres arrivant à échéance pourrait prendre fin en 2024 ; les achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats du secteur des entreprises (CSPP) ont pris fin en juin 2022 et il a été mis un terme au réinvestissement intégral en février 2023 (BCE, s.d.^[7]) (BCE, s.d.^[8]). Fin mars 2022, la Banque du Japon a décidé de ralentir le rythme de ses achats d'obligations d'entreprise et de billets de trésorerie à compter d'avril 2022 et de la ramener au niveau d'avant la pandémie, ce qui signifie que les encours détenus diminueraient progressivement pour atteindre un total de 5 000 milliards JPY (3 000 milliards JPY d'obligations d'entreprise et 2 000 milliards JPY de billets de trésorerie) (Banque du Japon, 2022^[9]). La Banque du Japon a indiqué vouloir « tenir pleinement compte des conditions d'émission des obligations d'entreprise » dans le cadre de cette réorientation de sa politique monétaire (Banque du Japon, 2022^[10]).

En février 2022, la Banque d'Angleterre a décidé de cesser de réinvestir son portefeuille d'obligations d'entreprise arrivant à échéance et de démarrer un programme de ventes actives d'obligations d'entreprise (Bank of England, 2022^[11]). Ce programme de vente, engagé en septembre 2022, s'est achevé en juin 2023, date à laquelle le stock d'obligations d'entreprise de la Banque s'élevait à 833 millions GBP, soit une baisse de 96 % par rapport aux neuf mois précédents. Le solde correspond à des obligations à très courte échéance qui seront conservées jusqu'à leur terme, en avril 2024 (Bank of England, 2023^[12])². La Réserve fédérale des États-Unis, qui a commencé à acheter des obligations d'entreprise en 2020 en réponse à la pandémie de COVID-19, a entrepris de vendre ses parts d'ETF et ses avoirs en obligations d'entreprise dès juin et juillet 2021, respectivement (Federal Reserve Bank of New York, s.d.^[13]). Comme indiqué ci-après, sa position avait été entièrement dénouée fin août 2021.

S'agissant des portefeuilles d'obligations d'entreprise, les positions qui ont été dénouées, à savoir celles de la Fed et de la Banque d'Angleterre, étaient de bien moindre ampleur, tant en valeur absolue qu'en proportion du produit intérieur brut (PIB) et du marché obligataire total, que celles de la BCE (Eurosystème) et de la Banque du Japon. Les obligations d'entreprise détenues par la Fed achetées par l'intermédiaire de la Facilité de crédit aux entreprises du marché secondaire (SMCCF, Secondary Market Corporate Credit Facility) ont atteint, en décembre 2020, un sommet d'environ 0.14 % du marché total des obligations d'entreprise aux États-Unis. Les avoirs détenus par la Banque d'Angleterre étaient en proportion plus importants (1.4 %), mais nettement inférieurs à ceux de la BCE et de la Banque du Japon, qui représentaient 6.7 % et 3.4 % de leurs marchés d'obligations d'entreprise respectifs fin 2023. La décision de réduire la voilure en diminuant ou en cessant les achats nets et les réinvestissements s'est traduite par des achats nets négatifs records par la BCE et la Banque du Japon depuis la mise en place des programmes d'achats d'obligations d'entreprises par ces deux institutions (Graphique 2.27).

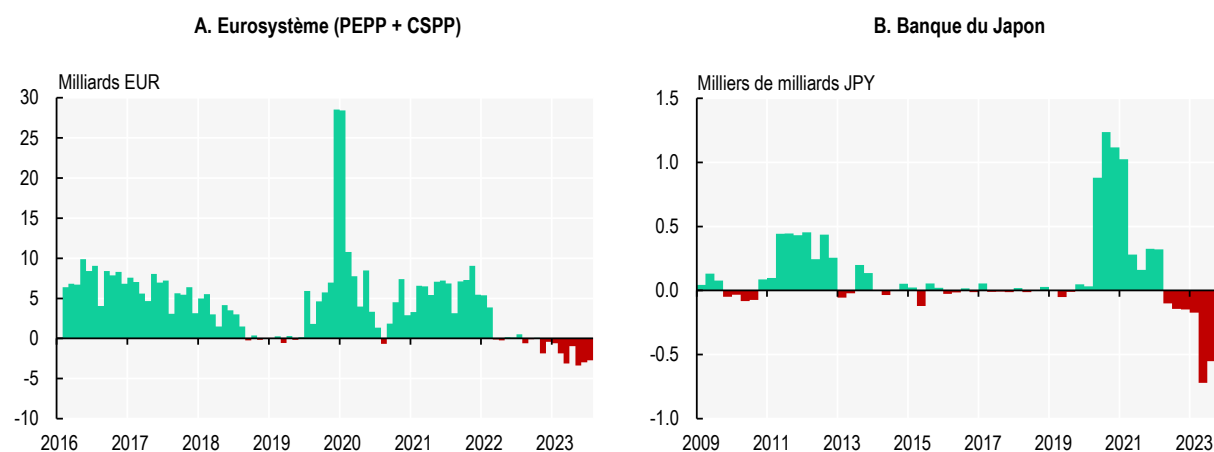
Graphique 2.26. Titres de dette d'entreprise détenus par les grandes banques centrales



Note : les titres détenus par l'Eurosysteme se composent d'obligations d'entreprise et de billets de trésorerie.

Source : BCE, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Comptes nationaux du Japon, Bureau de la statistique nationale du Royaume-Uni, FMI.

Graphique 2.27. Achats nets d'obligations d'entreprise par les banques centrales



Note : obligations d'entreprise et billets de trésorerie dans le cas de l'Eurosysteme. Les informations sur les achats nets réalisés en vertu du PEPP sont communiquées tous les deux mois et on postule une répartition égale entre chacun des deux mois. Les données de la Banque du Japon correspondent aux opérations sur « titres industriels », qui sont des obligations émises dans le pays par des sociétés anonymes, correspondant à des obligations garanties ou non garanties en vertu de la loi sur les instruments financiers et les opérations de change. Valeurs nominales.

Source : BCE, Banque du Japon.

Le processus inverse de l'assouplissement quantitatif (le resserrement quantitatif) correspond au retrait d'un important souscripteur de certains marchés d'obligations d'entreprise. Afin de maintenir l'équilibre sur le marché, d'autres investisseurs doivent absorber cette offre nette supplémentaire. Comme indiqué à la section 2.2.1, 12 300 milliards USD d'obligations d'entreprise à l'échelle mondiale arriveront à échéance dans les trois prochaines années, dont une part importante devra être refinancée, ce qui mettra à l'épreuve

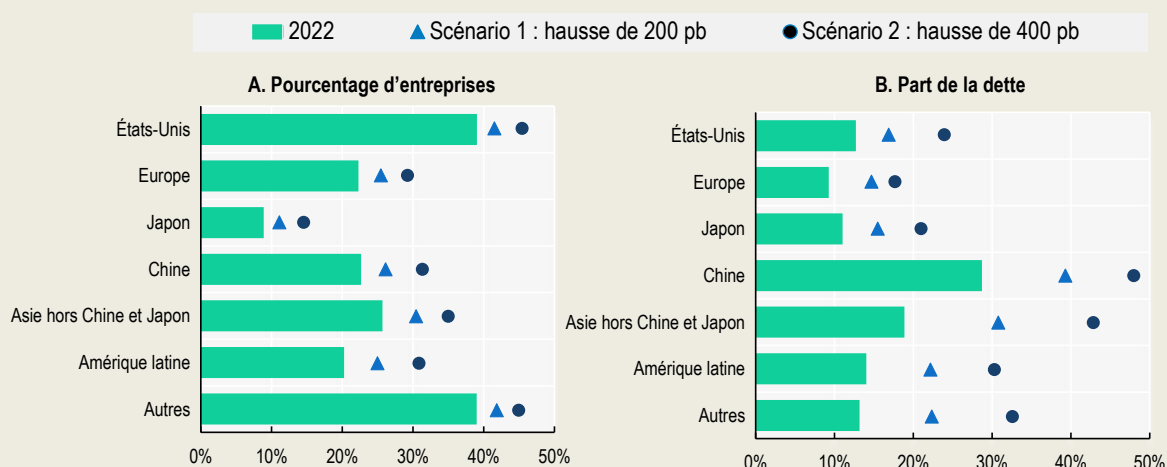
la capacité d'absorption du marché. Toutefois, compte tenu de l'augmentation de l'offre sur le marché secondaire, les banques centrales se délestent en même temps de leurs titres en portefeuille, le marché pourrait avoir du mal à absorber des quantités aussi importantes de nouveaux titres de dette à un coût acceptable pour les émetteurs. Même si les avoirs actuels des banques centrales se limitent à des obligations de catégorie investissement, cela peut aussi s'avérer préoccupant pour le marché des titres de catégorie spéculative, car le retour à des niveaux de rentabilité plus élevés sur le marché moins risqué des titres de catégorie investissement pourrait inciter les investisseurs traditionnellement moins enclins à prendre des risques à se détourner du marché des titres de catégorie spéculative, où 1 100 milliards USD d'obligations devront être remboursées ou refinancées dans le monde d'ici à la fin de l'année 2026.

Cela dit, les mesures d'assouplissement quantitatif visant spécifiquement les obligations d'entreprise ont été relativement limitées en taille. Les mesures de resserrement quantitatif auront un effet nettement plus significatif sur les marchés des obligations souveraines dans la mesure où les montants détenus par les banques centrales sont souvent des centaines de fois supérieurs à ceux de leurs portefeuilles d'obligations d'entreprise (voir Chapitre 1). Mais il est important de noter que les achats d'obligations souveraines ont aussi, par nature, une incidence sur les marchés de la dette d'entreprise. En effet, l'assouplissement quantitatif a comme objectif principal de « faire baisser les taux d'intérêt à long terme et d'assouplir les conditions financières globales » (US Federal Reserve System, s.d.^[14]). Les achats d'actifs de la Fed ont ainsi contribué à faire baisser les rendements des obligations d'entreprise (Gagnon et al., 2011^[15]) (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2011^[16]). De même, dans l'UE, le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE (mis en place avant la pandémie) a favorisé une augmentation des émissions d'obligations d'entreprise (Todorov, 2020^[17]). En outre, bien que les grandes banques centrales aient ciblé leurs mesures d'assouplissement quantitatif entièrement sur les titres souverains, on constate que ces mesures ont également des effets significatifs sur les marchés internationaux ; le programme d'assouplissement quantitatif de la Fed a apparemment stimulé les émissions d'obligations d'entreprises non financières à l'échelle mondiale, en particulier sur les marchés émergents (Lo Duca, Nicoletti et Martinez, 2014^[18]).

Encadré 2.2. Aptitude des entreprises cotées d'assurer le service de leur dette dans un contexte de hausse des taux

La conséquence la plus évidente d'un resserrement de la politique monétaire sur la capacité des entreprises d'assurer le service de leur dette se manifeste à travers l'augmentation du coût de la dette. Lorsque les niveaux de dette et les taux d'endettement sont élevés dans une économie, les hausses de taux d'intérêt peuvent modifier la nature de la dette et la rendre insoutenable (Minsky, 1995^[19]). Pour évaluer l'incidence que la hausse des taux d'intérêt pourrait avoir sur la capacité des entreprises d'assurer le service de leur dette, un test de résistance a été réalisé sur la base de deux scénarios d'augmentation du coût de financement par emprunt, de 200 et 400 points de base par rapport aux niveaux enregistrés en 2022. On mesure ensuite les conséquences sur le pourcentage d'entreprises et d'encours total de la dette à risque (correspondant à un taux de couverture des intérêts inférieur à 2). L'exercice part du principe que les niveaux d'endettement demeurent inchangés et que les entreprises sont en mesure de refinancer leur dette à un coût plus élevé. On pose également que les autres postes du bilan restent inchangés. Comme le montre la partie A du Graphique 2.28, si le coût de la dette augmentait de 400 points de base, entre 6 et 11 % d'entreprises supplémentaires, toutes régions confondues, se retrouveraient en situation de vulnérabilité. Aux États-Unis, 45 % des entreprises seraient en difficulté dans le scénario d'une hausse de taux de 400 points de base. L'effet est plus significatif encore sur la part de la dette (partie B). En Chine, par exemple, si les taux augmentaient de 400 points de base, 48 % de la dette seraient détenus par des entreprises à risque, contre 29 % en 2022.

Graphique 2.28. Conséquences sur le pourcentage d'entreprises cotées et la part de la dette à risque selon différents scénarios de hausse du coût de financement, par région

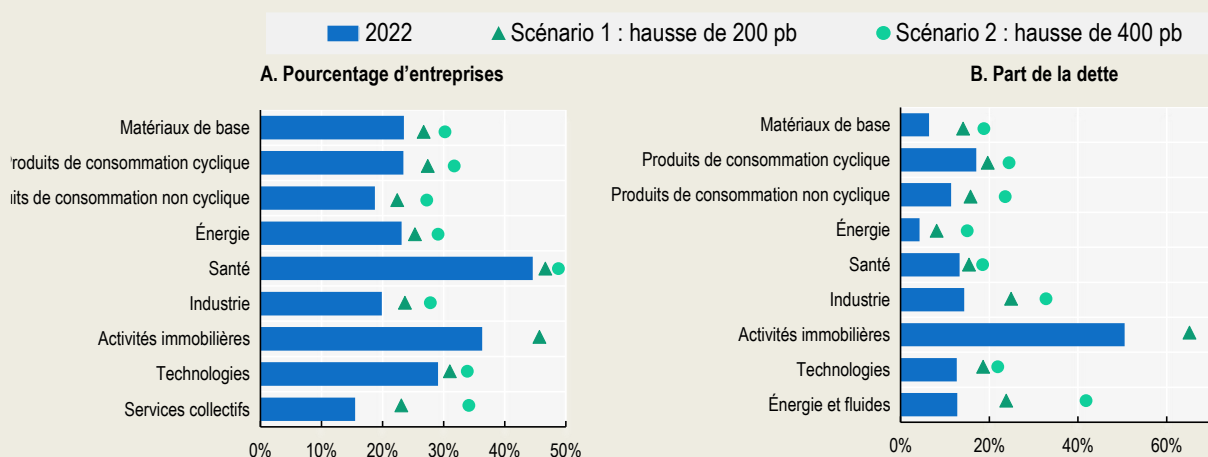


Note : concerne les sociétés non financières cotées. Les entreprises à risque sont celles qui affichent un taux de couverture des intérêts inférieur à 2. Le taux de couverture des intérêts correspond au rapport entre les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement et les charges d'intérêts.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Les tests de résistance sont également réalisés au niveau sectoriel. Comme le montre la partie A du Graphique 2.29, dans le scénario d'une hausse de taux de 400 points de base, entre 4 et 19 % d'entreprises cotées supplémentaires, tous secteurs d'activité confondus, se retrouveraient dans la catégorie « à risque ». L'effet est là aussi plus important sur la part de la dette. On observe des différences importantes entre les secteurs d'activité. Dans le scénario d'une hausse de 400 points de base, la part de la dette détenue par des entreprises à risque resterait relativement faible, à 15 % dans le secteur de l'énergie, alors qu'elle atteindrait 78 % dans le secteur immobilier.

Graphique 2.29. Conséquences sur le pourcentage d'entreprises et la part de la dette à risque selon différents scénarios de hausse du coût de financement, par secteur d'activité



Note : concerne les sociétés cotées. Les entreprises à risque sont celles qui affichent un taux de couverture des intérêts inférieur à 2. Le taux de couverture des intérêts correspond au rapport entre les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement et les charges d'intérêts.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Par conséquent, le retrait de ce mécanisme de soutien aura probablement l'effet inverse sur les marchés des obligations d'entreprise et accentuera le durcissement des conditions financières déjà induit par le relèvement des taux directeurs. Si, en plus de l'arrêt des injections de liquidités, les banques centrales devaient procéder à un resserrement quantitatif à grande échelle visant à réduire leurs avoirs en titres souverains (en vendant activement sur le marché secondaire), cela pourrait enclencher une dynamique qui ferait que sous l'effet d'une offre plus importante d'obligations d'État offrant des rendements plus élevés, la demande pourrait se détourner des marchés d'obligations d'entreprise. Compte tenu des volumes significatifs d'obligations d'entreprise arrivant à échéance à court terme, la capacité à contracter des emprunts supplémentaires sur le marché des obligations d'entreprise pourrait s'en trouver restreinte.

2.4.2. Le seuil de la catégorie investissement et le rôle des agences de notation

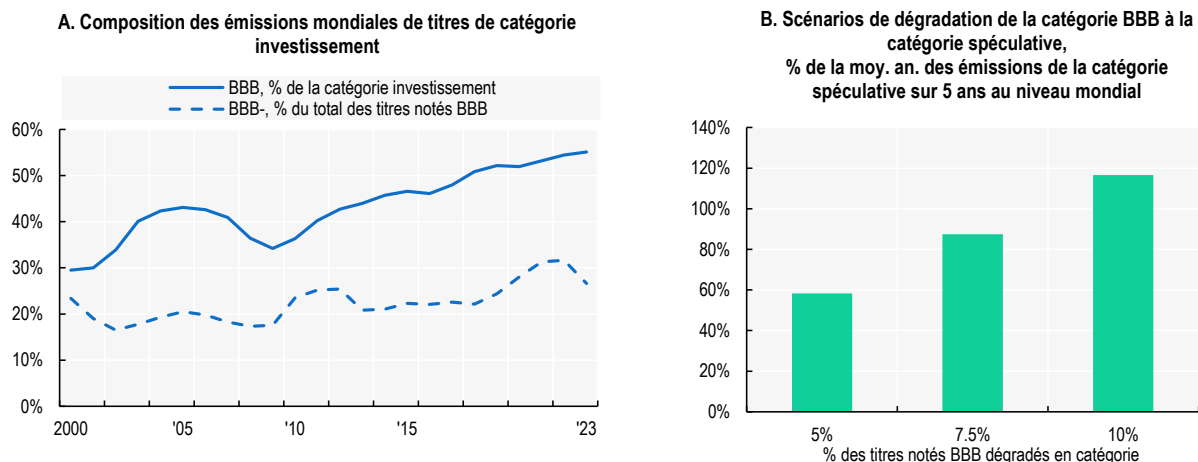
La dégradation générale de la qualité de crédit décrite à la section 2.3 résulte en partie d'une modification de la composition au sein de la catégorie investissement. La note moyenne des obligations de catégorie investissement est aujourd'hui nettement inférieure à celle d'avant 2008 et cela concerne les sociétés financières aussi bien que non financières. Pour les entreprises non financières, la part des obligations notées BBB – la note la plus basse de la catégorie investissement – dans le total des émissions de catégorie investissement est passée de 25 % en 2000 à 53 % en 2023. En outre, la part des émissions notées BBB-, qui correspond à la sous-catégorie la moins bien notée au sein de la catégorie BBB, a augmenté en proportion du total des émissions notées BBB au fil du temps (Graphique 2.30, Partie A). Il s'ensuit qu'une part importante des obligations de catégorie investissement se situe désormais juste au-dessus du seuil de la catégorie spéculative. Fin 2023, l'encours total des obligations notées BBB émises par des sociétés non financières s'élevait à 4 300 milliards USD.

La capacité du marché des titres spéculatifs d'absorber les titres de la catégorie BBB dont la note a été dégradée mérite par conséquent qu'on s'y intéresse, notamment en ce qui concerne les entreprises non financières. De nombreux investisseurs institutionnels sont tenus par la réglementation et/ou des mandats de gestion de limiter leurs avoirs principalement aux obligations de la catégorie investissement, ce qui signifie que les obligations de la catégorie spéculative attirent un nombre d'investisseurs nettement plus restreint que les obligations de catégorie investissement. Pour mesurer l'impact d'éventuelles dégradations, la partie B du Graphique 2.30 montre à quel montant, exprimé en pourcentage de la moyenne annuelle des émissions de titres spéculatifs par des sociétés non financières sur la période 2018-23, correspondraient différentes hypothèses de taux de transition de la catégorie BBB vers la catégorie spéculative. Il s'agit d'un indicateur de la capacité du marché d'absorber de nouveaux titres de dette de catégorie spéculative. Une dégradation de 7.5 % du stock d'obligations notées BBB (équivalent au taux de 2009) dans la catégorie spéculative représenterait 87 % de la moyenne annuelle des émissions de catégorie spéculative sur cinq ans au niveau mondial. Un taux de transition moins élevé de 5 %, proche des moyennes historiques (S&P Global Ratings, 2023_[20]), entraînerait une augmentation du volume des obligations de la catégorie spéculative équivalant à 58 % de la moyenne des émissions au cours des cinq dernières années. Avec un taux de transition plus important de 10 % (plus élevé que celui observé au lendemain de la crise de 2008), le pourcentage serait de 117 %.

Historiquement, les obligations notées BBB- sont celles qui font le moins souvent l'objet d'une dégradation d'un cran (Graphique 2.31). Cela n'est guère surprenant. Compte tenu de la portée du seuil de la catégorie investissement et des conséquences sur la disponibilité du capital et sur les coûts de financement que représente le franchissement de ce seuil, les entreprises ont tendance à suivre de près leurs indicateurs de qualité de crédit (comme le niveau d'endettement) lorsque leur dette est notée BBB- afin d'éviter de basculer dans la catégorie spéculative. De même, les entreprises qui se situent juste en deçà du seuil de la catégorie investissement prendront des mesures afin d'obtenir un relèvement de leur note, comme en témoigne le fait que les obligations notées BB+ (la note la plus élevée de la catégorie spéculative) sont parmi celles qui ont la plus forte probabilité de voir leur note revue à la hausse (Çelik, Demirtaş et Isaksson, 2020_[21]). Il est possible cependant qu'en plus des efforts consentis par les entreprises pour préserver leur

solvabilité, les agences de notation, conscientes de la portée d'une note en catégorie investissement, fassent preuve d'une prudence particulière lorsqu'il s'agit de dégrader des obligations notées BBB-.

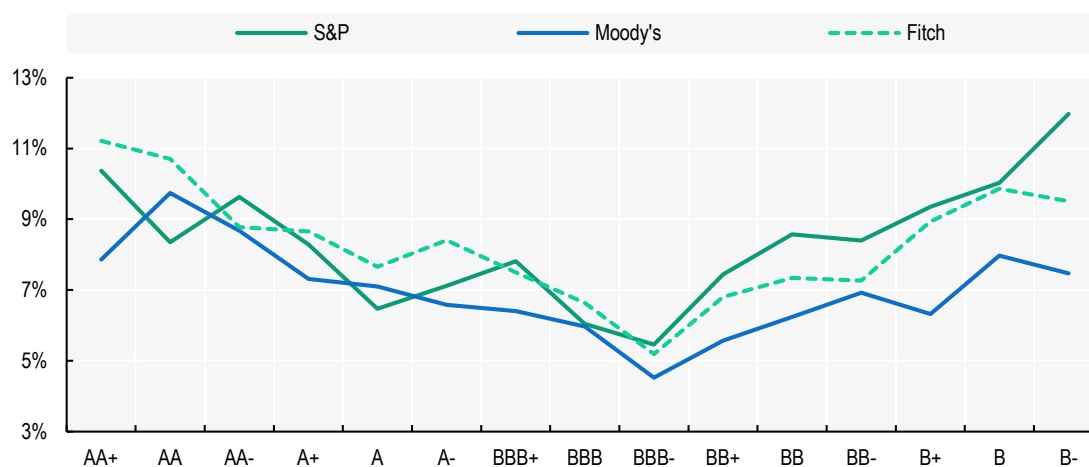
Graphique 2.30. Émission au niveau du seuil de la catégorie investissement et différents scénarios de dégradation



Note : concerne les sociétés non financières. La partie A présente des moyennes mobiles sur trois ans.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

Graphique 2.31. Probabilité de dégradation en moyenne historique de long terme, par note



Note : taux de transition annuels moyens d'un cran (par exemple, de A+ à A) pour les périodes suivantes : S&P 1981-2022, Moody's 1983-2022, Fitch 1990-2022. B- correspond à la note la plus basse, les notes inférieures à B- étant regroupées dans les rapports de transition. Les émetteurs notés AAA sont exclus en raison de la taille limitée de l'échantillon.

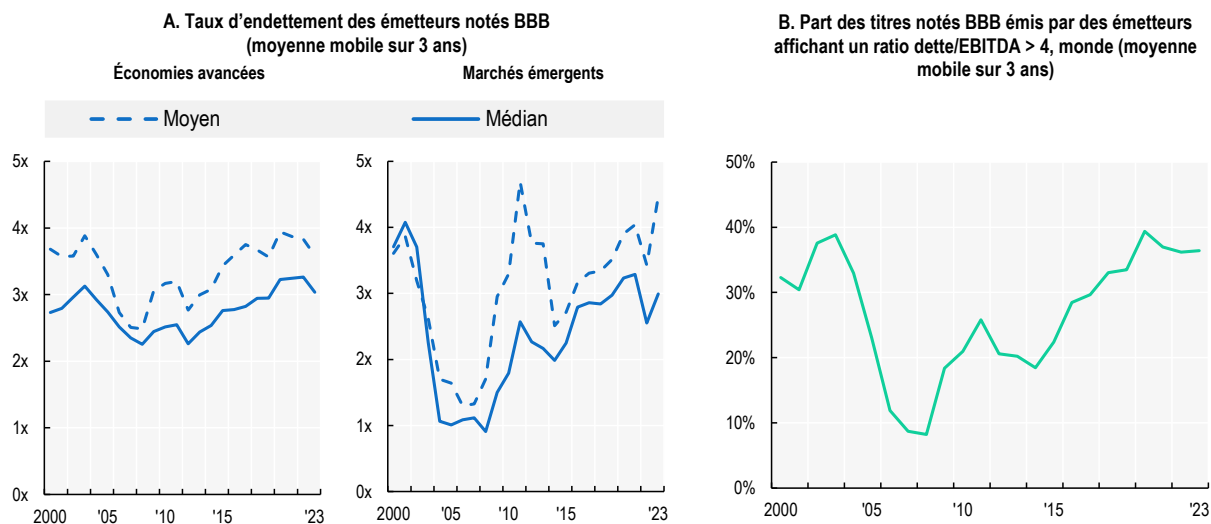
Source : S&P (2022) « Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study » ; Moody's (2022) « Annual default study » ; Fitch (2022) « Transition and Default Studies ».

La concentration des émissions de la catégorie investissement sur des qualités de crédit inférieures, conjuguée à une forte augmentation des emprunts, pose la question de savoir si la tendance historique présentée dans le Graphique 2.31 peut se maintenir dans un contexte de resserrement des conditions de crédit. Ce point est particulièrement important compte tenu de l'évolution des caractéristiques des obligations notées BBB au fil du temps. Comme le montre le Graphique 2.32, le taux d'endettement (médian), en moyenne mobile sur trois ans, d'un émetteur non financier noté BBB, était en 2023 supérieur

d'environ 44 % (35 %) à son niveau de 2008 dans les économies avancées et de 162 % (229 %) dans les économies émergentes (Partie A). À l'échelle mondiale, la part des obligations notées BBB émises par des sociétés non financières affichant un ratio dette/EBITDA supérieur à 4 était de 42 % en 2023, contre 11 % en 2008 (partie B). En d'autres termes, l'émetteur obligataire moyen noté BBB est aujourd'hui nettement plus endetté qu'il y a 15 ans. Du fait de taux d'intérêt historiquement bas après 2008, les emprunteurs ont pu conserver des capacités de remboursement similaires malgré un taux d'endettement beaucoup plus élevé (voir Graphique 2.20).

Toutefois, sous l'effet des hausses rapides des taux d'intérêt, les coûts du service de la dette vont augmenter, car les entreprises doivent refinancer leurs dettes, alors que les taux et les niveaux d'endettement ne s'ajustent pas automatiquement. Les émetteurs actuellement classés dans la catégorie investissement pourraient par conséquent voir leur capacité d'assurer le service de leur dette diminuer et atteindre un niveau que l'on observe plus habituellement chez les émetteurs de la catégorie spéculative. En outre, la suspension des mesures d'apport de liquidités par les banques centrales pourrait avoir un impact particulièrement important sur les émetteurs dont la note se situe juste au-dessus du seuil de la catégorie investissement. Il semble en effet que ces entreprises aient tout particulièrement bénéficié des programmes d'assouplissement quantitatif qui leur ont permis d'obtenir des coûts de financement subventionnés pour leurs émissions obligataires (Acharya et al., 2022^[221]).

Graphique 2.32. Évolution des caractéristiques des émetteurs notés BBB (sociétés non financières)



Note : le ratio d'endettement correspond au ratio dette/EBITDA, winsorisé à 1 %. Hors émetteurs affichant un EBITDA négatif.

Source : données issues de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG, voir Annexe 2.A pour plus d'informations.

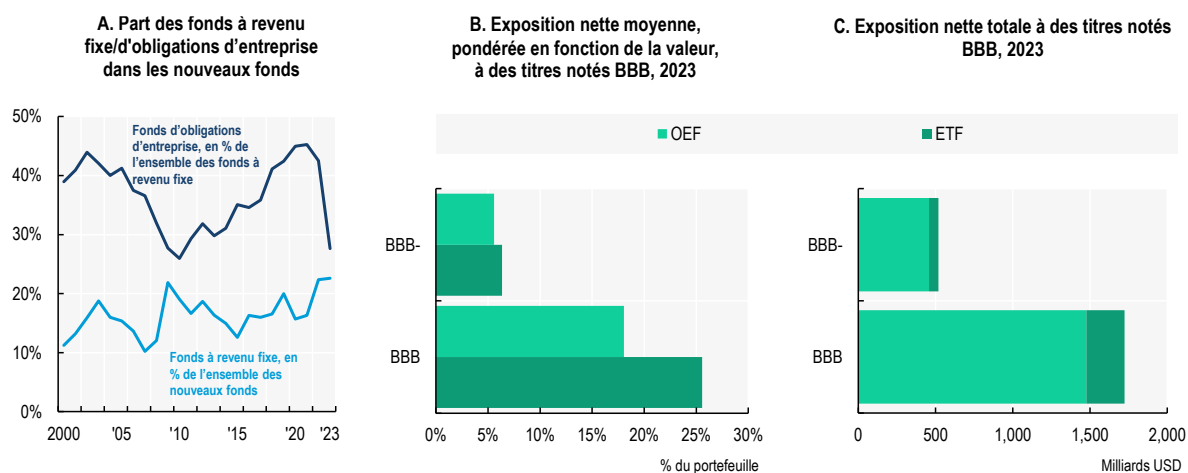
2.4.3. Composition des fonds et dynamique de vente à prix bradés

Il convient d'examiner la part croissante des émissions moins bien notées en liaison avec la participation accrue des fonds d'investissement sur les marchés des obligations d'entreprise. Du fait de leur structure qui permet aux investisseurs de revendre leurs parts à bref délai, les fonds d'investissement à capital variable gèrent généralement leurs portefeuilles de manière plus active que de nombreux autres investisseurs institutionnels. D'autres investisseurs obligataires importants, comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance, ont tendance à suivre des stratégies d'achat à long terme. La présence plus forte des fonds d'investissement sur les marchés des obligations d'entreprise influe par conséquent sur la dynamique du marché.

La partie A du Graphique 2.33 fait clairement apparaître la prédominance croissante des fonds obligataires et apporte à cet égard un éclairage différent. Il montre que la proportion des fonds à revenu fixe dans le total des nouveaux fonds (fonds en actions et fonds de matières premières compris) a régulièrement augmenté au fil du temps. En moyenne, entre 2000 et 2008, les fonds à revenu fixe ont représenté 14 % de l'ensemble des nouveaux fonds chaque année, contre 18 % entre 2009 et 2023. Au sein de cette catégorie de fonds qui occupent une place de plus en plus prépondérante, la part des fonds axés sur les obligations d'entreprise a également augmenté. Les fonds qui affichent une exposition nette supérieure à 25 % aux obligations d'entreprise, critère plus précis que celui utilisé à la section 2.2.2, sont passés de 26 % de l'ensemble des nouveaux fonds à revenu fixe en 2010 à 45 % en 2021, avant de retomber à 28 % en 2023. Comme la part des fonds à revenu fixe dans l'ensemble des nouveaux fonds ne baisse pas dans les mêmes proportions, cette forte diminution est probablement due, tout au moins en partie, au fait que les titres souverains affichent des rendements plus attractifs et, par conséquent, à un changement dans la composition des investissements des fonds à revenu fixe.

Pour ce qui est des fonds types (ceux avec une exposition nette minimum de 1 % aux obligations d'entreprise), la part moyenne pondérée en fonction de la valeur des titres notés BBB (y compris les titres non émis par des entreprises) est de 18 % pour les fonds à capital variable et de 26 % pour les ETF, les titres notés BBB- représentant dans chaque cas 6 points de pourcentage (partie B). Cela représente une exposition nette totale de 1 700 milliards USD à des titres notés BBB, dont 519 milliards USD concernent des titres notés BBB- (partie C).

Graphique 2.33. Croissance des fonds investis en obligations d'entreprise et exposition aux titres notés BBB, au niveau mondial



Note : dans la partie A, la ligne bleu foncé représente le nombre de fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est supérieure à 25 %, en pourcentage du total des nouveaux fonds à revenu fixe. La ligne bleu clair représente la part des fonds à revenu fixe dans le total des nouveaux fonds (y compris les fonds en actions et de matières premières). Dans les parties B et C, seuls les fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 % (en pourcentage du portefeuille total) sont pris en compte. Les données concernent tous les titres notés, y compris les titres souverains.

Source : Morningstar Direct, voir Annexe 2.A pour plus de détails.

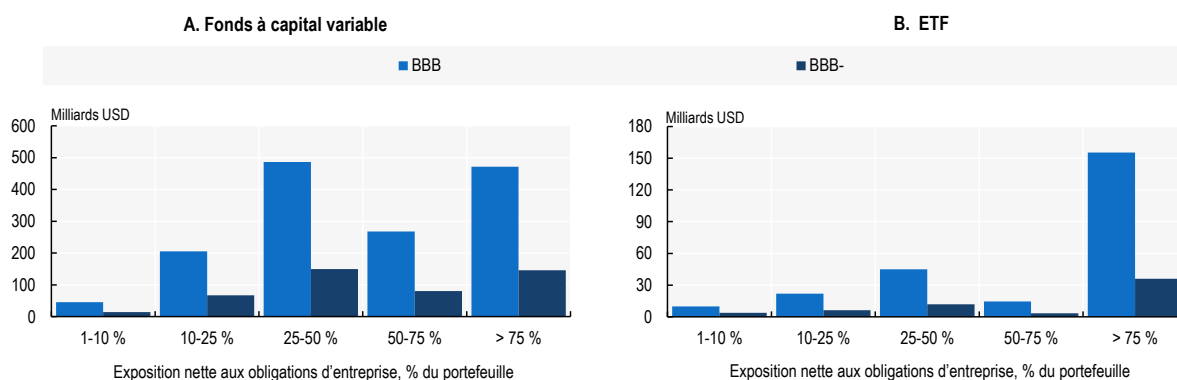
La forte exposition des fonds à capital variable aux obligations d'entreprise peut entraîner des conséquences sur le fonctionnement général du marché. Cette situation résulte d'un décalage de liquidité entre les fonds et les instruments sous-jacents. Tout comme la transformation des liquidités d'une banque, elle reste gérable pour autant que les flux ne soient pas trop asymétriques ni trop importants. Toutefois, en cas de remboursements importants sur une courte période, les fonds pourraient devoir vendre des quantités considérables d'obligations d'entreprise sur un marché secondaire relativement peu liquide, ce

qui pourrait déclencher une dynamique de vente à prix bradés. En raison de la nature de l'instrument et de ses principaux investisseurs, les marchés des obligations d'entreprise n'ont jamais été particulièrement liquides et certains éléments tendent à montrer que la liquidité s'est détériorée depuis la crise financière de 2008 (Friewald, Jankowitsch et Subrahmanyam, 2012^[23]). Au cours de la même période, l'exposition des fonds aux obligations d'entreprise a considérablement augmenté.

L'exposition à des titres notés BBB est importante au regard de cette discussion. Le fait qu'ils se situent à la frontière entre la catégorie investissement et la catégorie spéculative les rend en effet particulièrement susceptibles d'être concernés par une éventuelle dynamique de vente à prix bradés. Il est donc essentiel de connaître l'identité des fonds qui détiennent ces titres. Sur les 1 700 milliards USD d'exposition nette totale aux titres notés BBB, 37 % (627 milliards USD) correspondent à des fonds dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est supérieure à 75 % (Graphique 2.34). Cette concentration est particulièrement prononcée parmi les ETF, dont 63 % (155 milliards USD) du total des expositions à des titres notés BBB est détenu par des fonds dont l'exposition aux obligations d'entreprise est supérieure à 75 % (partie B).

La dynamique des ETF diffère quelque peu de celle des autres fonds à capital variable. En raison de leur illiquidité relative, l'écart entre le prix des parts et les actifs sous-jacents peut varier considérablement pour les ETF investis en obligations (davantage que pour les ETF investis en actions), qui sont de fait gérés de manière active à travers le choix des titres qui constituent les paniers de création et de rachat. Cette souplesse permettrait aux ETF obligataires de neutraliser la dynamique de vente à prix bradés, en absorbant les tensions sur la liquidité au niveau des parts détenues dans les ETF plutôt qu'au niveau des obligations sous-jacentes, contribuant ainsi à stabiliser les marchés (Shim et Todorov, 2021^[24]). Dans un scénario de ventes massives, les promoteurs pourraient modifier la composition du panier de rachat en y incluant des obligations plus risquées et moins liquides, de sorte que les parts des investisseurs qui ne sont pas vendeurs seraient de meilleure qualité, ce qui atténuerait les pressions à la vente (Todorov, 2021^[25]).

Graphique 2.34. Exposition des fonds d'investissement à des titres notés BBB au niveau mondial selon leur exposition aux obligations d'entreprise, début 2024



Note : seuls les fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 % (en pourcentage du portefeuille total) sont pris en compte. Les données concernent tous les titres notés, y compris les titres souverains.

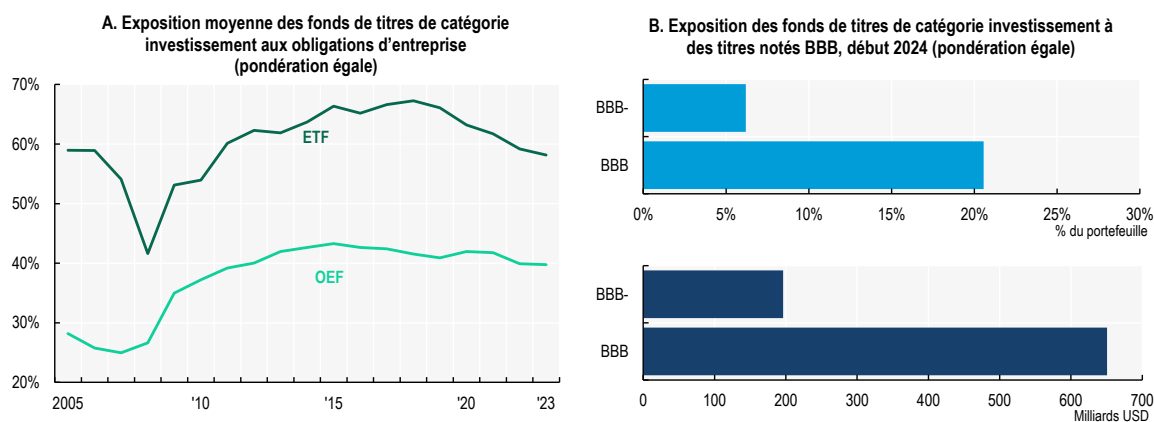
Source : Morningstar Direct, voir Annexe 2.A pour plus de détails.

Toutefois, les effets que les ETF obligataires pourraient avoir sur la stabilité financière sont encore sujets à débat. Contrairement à ce qui précède, certains estiment également que si les ETF contribuent d'une manière générale à améliorer la liquidité des obligations d'entreprise, ils ont en réalité tendance à dégrader les conditions de liquidité en temps de crise (Koont et al., 2022^[26]). Le marché des ETF a bien résisté lors

du dernier épisode de tensions de grande ampleur au début de l'année 2020 ; on ne sait pas toutefois dans quelle mesure cela est dû aux programmes d'achat d'actifs des banques centrales, ou aux dispositifs d'absorption des chocs incorporés aux ETF eux-mêmes.

Le sous-ensemble de fonds dont le mandat de gestion prévoit des limitations en fonction de la note de crédit est particulièrement concerné par le risque de vente à prix bradés. Pour évaluer l'exposition de ce segment de marché, on examine un échantillon de 1 161 fonds spécifiquement classés dans la catégorie investissement (Graphique 2.35). Ces fonds pèsent 3 200 milliards USD, soit 35 % de la valeur totale des fonds dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 %. À l'instar d'autres fonds à revenu fixe, ces fonds ont également accru leur exposition aux obligations d'entreprise ces dernières années (Partie A). Leur exposition nette pondérée en fonction de la valeur aux titres notés BBB représente 21 % du portefeuille total, ce qui correspond à 651 milliards USD, dont 196 milliards USD sont des titres notés BBB-, la note la plus basse de la catégorie investissement (partie B). Si ces obligations devaient être dégradées dans la catégorie des titres spéculatifs, une part importante devrait probablement être vendue. Ce sous-ensemble ne représente toutefois qu'une part relativement faible du marché mondial des obligations d'entreprise de catégorie spéculative, qui s'élevait à 3 400 milliards USD fin 2023.

Graphique 2.35. Exposition des fonds de titres de catégorie investissement aux obligations d'entreprise et aux titres notés BBB, au niveau mondial



Note : sur la base de 1 161 fonds pour lesquels la catégorie Morningstar Institutionnel comporte la mention « investissement » ou une sous-catégorie « BBB » ou « A » par exemple. Seuls les fonds à revenu fixe dont l'exposition nette aux obligations d'entreprise est d'au moins 1 % (en pourcentage du portefeuille total) sont pris en compte. Les données concernent tous les titres notés, y compris les titres souverains.

Source : Morningstar Direct, voir Annexe 2.A pour plus de détails.

Annexe 2.A. Méthodologie de collecte et de classification des données

A. Données relatives aux obligations d'entreprise

Les données concernant les émissions d'obligations d'entreprise reposent sur des calculs de l'OCDE effectués à partir de données obtenues auprès de LSEG qui publie des données sur les nouvelles émissions d'obligations d'entreprise au niveau mondial souscrites par une banque d'investissement. La base de données contient des données détaillées pour chaque émission d'obligations d'entreprise, notamment l'identité, la nationalité et le secteur d'activité de l'émetteur, la nature, la structure des taux d'intérêt, la date d'échéance et la catégorie de notes de l'obligation, le montant et l'utilisation des produits tirés de l'émission.

Les obligations convertibles, les opérations enregistrées, mais non réalisées, les actions privilégiées, les obligations sukuk, les obligations ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an ou dont la taille de l'émission est inférieure à 1 million USD sont exclues du jeu de données. La classification sectorielle est établie à partir de The Reference Data Business Classification (TRBC) de LSEG. Les montants annuels initialement collectés en USD ont été ajustés en fonction de l'IPC des États-Unis de 2023.

Comme une fraction importante des obligations est émise à l'échelle internationale, il n'est pas possible de rattacher ces émissions à un pays donné. Pour cette raison, la ventilation par pays est effectuée sur la base du pays dans lequel l'émetteur est domicilié. La classification marchés avancés/émérgents est fondée sur la classification des pays établie par le FMI.

Données relatives aux notes de crédit

Les données qui concernent les notes de crédit reposent sur des calculs de l'OCDE effectués à partir de données obtenues auprès de LSEG qui publie des informations sur les notes octroyées par trois grandes agences de notation : S&P, Fitch et Moody's. Pour chaque obligation pour laquelle des informations sur la note figurent dans le jeu de données, une valeur de 1 est attribuée à la note correspondant à la qualité de crédit la plus basse (C) et de 21 à la note correspondant à la qualité de crédit la plus élevée (AAA pour S&P et Fitch et Aaa pour Moody's). La catégorie spéculative compte onze échelons : cinq notes C (C à CCC+) et six notes B (B- à BB+). La catégorie investissement en compte dix : trois notes B (BBB- à BBB+) et sept notes A (A- à AAA).

Si une émission fait l'objet d'une notation par plusieurs agences, on utilise la moyenne des notes attribuées. Pour certaines émissions figurant dans le jeu de données, il n'existe en revanche aucune note. En pareil cas, on utilise la note moyenne de toutes les obligations émises par le même émetteur au cours de la même année (t). Lorsque l'émetteur n'a émis aucune obligation notée au cours de l'année t, on examine dans l'ordre l'année t-1 et l'année t-2. Cette procédure permet d'accroître le nombre d'obligations notées dans le jeu de données et améliore ainsi la représentativité de l'analyse fondée sur la note. Lorsqu'on distingue les obligations de catégorie investissement des obligations de catégorie spéculative, la note finale est arrondie à l'entier le plus proche et les émissions dont la notation arrondie est inférieure ou égale à 11 sont classées dans la catégorie spéculative.

Données relatives aux remboursements anticipés

Pour calculer l'encours d'obligations d'entreprise au cours d'une année, il faut déduire de ce montant les obligations remboursées par anticipation. Les données concernant les remboursements par anticipation sont obtenues auprès de LSEG WS et concernent les obligations ayant fait l'objet d'un remboursement anticipé en raison d'une procédure de distribution finale consécutive à une défaillance, de l'exercice d'une option d'achat ou d'une option de vente, d'une liquidation ou d'un rachat. Les données sur les remboursements anticipés sont fusionnées avec les données du marché primaire des obligations d'entreprise au moyen des numéros internationaux d'identification des titres (ISIN).

Données relatives aux fonds d'investissement

Les analyses concernant les fonds d'investissement reposent sur des calculs de l'OCDE réalisés à partir de données sur les fonds obtenues auprès de Morningstar Direct. Le jeu de données de référence est réparti en neuf grandes catégories (Morningstar Global Broad Category Group) correspondant à la principale classe d'actifs du fonds : Allocation, Alternatives, Matières premières, Convertibles, Actions, Obligations, Divers, Monétaires et Immobilier. Au total, le jeu de données comprend plus de 281 000 fonds à capital variable et ETF, dont 48 805 fonds à revenu fixe. La taille des fonds est exprimée en USD courants. Seules les observations se rapportant aux fonds dont la taille est communiquée en 2023 ou plus tard sont prises en compte dans l'analyse.

Pour recenser les fonds qui interviennent sur le marché des obligations d'entreprise, un sous-ensemble des fonds à revenu fixe ayant une exposition nette d'au moins 1 % (exposition longue moins exposition courte, en pourcentage du portefeuille total) aux obligations d'entreprise est créé à partir de la dernière observation disponible (généralement début 2024). Pour ce sous-ensemble, on crée un ensemble de données chronologiques distinct qui comprend des informations sur l'exposition nette aux obligations d'entreprise au fil du temps (à partir de 2005) ainsi que sur la composition des actifs de chaque fonds pondérés en fonction de la note de crédit (à partir de 2017). Les données relatives aux notes concernent le portefeuille dans son ensemble et pas uniquement les titres d'entreprises. Les notes doivent émaner d'agences de notation agréées par les autorités de réglementation.

L'exposition des fonds aux obligations d'entreprise et aux titres notés BBB s'observe sur une base mensuelle. Cependant, tous les fonds ne disposent pas de données mensuelles relatives à leur exposition. On utilise par conséquent une exposition annuelle moyenne (fondée sur les observations disponibles en fin de mois), calculée pour chaque fonds. Pour calculer l'exposition du fonds en valeurs absolues, la taille totale du fonds est multipliée par cette exposition.

Pour les analyses ventilées par région, on utilise la zone d'investissement du fonds. Il s'agit de la zone géographique dans laquelle le fonds concentre ses investissements et qui peut être différente du lieu où le fonds est domicilié ou de la région où le fonds est actif.

Fonds de titres de catégorie investissement

Les fonds à revenu fixe qui investissent essentiellement dans des titres de catégorie investissement sont identifiés à l'aide de la catégorie Morningstar Institutionnel. Les catégories suivantes sont incluses : A, BBB, Investissement à moyen terme (4-6), Investissement à long terme (>6), Investissement à court/moyen terme (2.5-4), Investissement à court terme et Investissement à très court terme. Ce sous-ensemble comprend un total de 1 161 fonds.

C. Informations relatives au bilan des entreprises non financières cotées

Les informations présentées dans la section 2.3.2 et l'Encadré 2.2 de ce chapitre reposent sur les calculs de l'OCDE effectués à l'aide des données de LSEG Datastream. Le jeu de données de panel déséquilibré contient des informations sur les états financiers des sociétés non financières cotées en bourse entre 2005 et 2022 et couvre 57 053 entreprises enregistrées dans 138 pays.

Nettoyage des données financières

Le jeu de données financières brutes comprend plusieurs observations entreprise-année lorsqu'une entreprise établit des rapports à différentes fins. Pour constituer un panel qui comporte une seule observation entreprise-année, on procède de la manière suivante :

- Les sociétés financières sont exclues.
- Les entreprises cotées sur un marché de gré à gré sont exclues.
- Les entreprises classées comme des « fonds communs de placement » ou des « organismes de placement collectif » sont exclues.
- Les entreprises retirées de la cote sont exclues.
- Dans le cas des entreprises ayant fait l'objet de plusieurs observations, mais pour lesquelles il existe plusieurs pays de domiciliation, le pays de domiciliation effective est vérifié manuellement afin d'éliminer les doublons.
- Les états financiers utilisés couvrent une période de 12 mois.
- Les entreprises dont au moins une observation fait apparaître des actifs négatifs ou des immobilisations négatives sont exclues.
- Les données financières sont corrigées des variations annuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC) des États-Unis et sont exprimées en USD de 2022.

Classification par branche d'activité

LSEG Datastream utilise la classification TRBC (Reference Data Business Classification) de LSEG. Les secteurs économiques pris en compte dans l'analyse sont les suivants :

Secteur économique TRBC	
Matériaux de base	Santé
Produits de consommation cyclique	Industrie
Produits de consommation non cyclique	Activités immobilières
Énergie	Technologies
Services financiers	Services collectifs

D. Test de résistance

Le test de résistance vise à évaluer l'impact de la hausse des coûts de financement sur la capacité des entreprises de couvrir leurs charges d'intérêts à l'aide de leurs bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA). Pour réaliser ce test, on utilise les données des états financiers de 30 969 sociétés non financières pour l'année 2022.

On part du principe que seul le coût de financement change et que tous les autres postes du bilan et du compte de résultat demeurent inchangés.

Le coût de financement de référence a été établi à partir des données de 2022 et est calculé sur la base du rapport entre les charges d'intérêts et la dette financière.

Deux scénarios sont envisagés :

1. Scénario 1 : augmentation des coûts de financement de 200 points de base par rapport au scénario de référence.
2. Scénario 2 : augmentation des coûts de financement de 400 points de base par rapport au scénario de référence.

Pour chaque scénario, les nouvelles prévisions de charges d'intérêts sont calculées en multipliant le niveau actuel de la dette financière par le coût prévisionnel de financement. Le ratio de couverture des intérêts est ensuite calculé en divisant les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement par les nouvelles charges d'intérêts estimées. Les entreprises dont le ratio de couverture des intérêts est inférieur à 2 sont considérées comme des entreprises à risque.

Références

- Acharya, V. et al. (2022), *Exorbitant privilege? Quantitative easing and the bond market subsidy of prospective fallen angels*, <https://www.bis.org/publ/work1002.pdf>. [22]
- Bank of England (2023), *Asset Purchase Facility: Bank of England concludes corporate bond sales programme – Market Notice 6 June 2023*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2023/june/apf-boe-concludes-corporate-bond-sales-programme-6-june>. [12]
- Bank of England (2022), *Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 2 February 2022*, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boefiles/monetary-policy-summary-and-minutes/2022/february-2022.pdf>. [11]
- Banque du Japon (2022), *Statement on Monetary Policy*, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k220318a.pdf. [9]
- Banque du Japon (2022), *Statement on Monetary Policy*, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k221220a.pdf. [10]
- BCE (s.d.), *Asset purchase programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (consulté le janvier 2024). [8]
- BCE (s.d.), *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (consulté le janvier 2024). [7]
- Çelik, S., G. Demirtaş et M. Isaksson (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, <https://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-Monetary-Policy.pdf>. [21]
- Federal Reserve Bank of New York (s.d.), *Secondary Market Corporate Credit Facility*, <https://www.newyorkfed.org/markets/secondary-market-corporate-credit-facility> (consulté le janvier 2024). [13]
- Friewald, N., R. Jankowitsch et M. Subrahmanyam (2012), *Illiquidity or credit deterioration: A study of liquidity in the U.S. corporate bond market during financial crises*, pp. 18-36, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.02.001>. [23]

- Gagnon, J. et al. (2011), « The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases », *International Journal of Central Banking*, vol. 7/1, <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q1a1.pdf>. [15]
- Koont, N. et al. (2022), *Steering a Ship in Illiquid Waters: Active Management of Passive Funds*, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w30039/w30039.pdf. [26]
- Krishnamurthy, A. et A. Vissing-Jorgensen (2011), *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, <https://doi.org/10.3386/w17555>. [16]
- Lo Duca, M., G. Nicoletti et A. Martinez (2014), *Global Corporate Bond Issuance: What Role for US Quantitative Easing?*, <https://doi.org/doi.org/10.2139/ssrn.2397787>. [18]
- Minsky, H. (1995), *Financial Factors in the Economics of Capitalism*, pp. 197-208, <https://doi.org/doi.org/10.1007/BF01051746>. [19]
- MIS (2023), *Annual default study: Corporate default rate will rise in 2023 and peak in early 2024*, https://www.moodys.com/research/Default-Trends-Global-Annual-default-study-Corporate-default-rate-will--PBC_1357792. [5]
- OCDE (2022), *Corporate Finance in Asia and the COVID-19 Crisis*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/doi.org/10.1787/87861cf0-en>. [1]
- OCDE (2021), *The rise of non-bank financial intermediation in real estate finance: Post COVID-19 trends, vulnerabilities and policy implications*, Éditions OCDE, Paris, <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/The-rise-of-non-bank-financial-intermediation-in-real-estate-finance.pdf>. [3]
- Palomino, F. et al. (2019), *The information in interest coverage ratios of the US nonfinancial corporate sector*, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/information-in-interest-coverage-ratios-of-the-us-nonfinancial-corporate-sector-201901>. [4]
- S&P (2023), *Default, Transition, and Recovery: 2022 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study*, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230425-default-transition-and-recovery-2022-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-12702145> (consulté le janvier 2023). [6]
- S&P Global Ratings (2023), *Default, Transition, and Recovery: 2022 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study*, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230425-default-transition-and-recovery-2022-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-12702145>. [20]
- Shim, J. et K. Todorov (2021), *ETFs, illiquid assets, and fire sales*, <https://www.bis.org/publ/work975.pdf>. [24]
- Todorov, K. (2021), *The anatomy of bond ETF arbitrage*, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103d.pdf. [25]
- Todorov, K. (2020), *Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance*, pp. 340-358, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.08.003>. [17]

Trepp (2023), *Trepp CMBS Delinquency Report*, CMBS Research, [2]
https://www.trepp.com/hubfs/Trepp%20Delinquency_Report%20June%202023.pdf?hsCtaTracking=5d28d466-3d72-4d81-bb6d-c700ff3c607b%7Cc4b810e3-d869-4647-a4d8-1aa55e62943c.

US Federal Reserve System (s.d.), *The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability*, [14]
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm (consulté le janvier 2024).

Notes

¹ L'identifiant sectoriel utilisé dans cette analyse (secteur économique TRBC) classe les entreprises exerçant des activités immobilières dans la catégorie des sociétés financières. Elles représentent une part importante des titres spéculatifs émis par des sociétés financières chinoises entre 2010 et 2014.

² Bien que l'intention soit de conserver ces obligations jusqu'à leur date d'échéance, la Banque d'Angleterre pourra envisager de participer au cas par cas à des appels d'offres pour les céder sur le marché.

3

Obligations durables : État du marché et considérations intéressant l'action publique

Fin 2023, l'encours des obligations durables émises par les entreprises et dans le secteur public atteignait respectivement 2 300 milliards USD et 2 000 milliards USD. Dans les deux cas, les obligations vertes dominent. En revanche, les obligations liées à la durabilité pèsent moins lourd dans le secteur public, où le montant des émissions s'est limité à 9 milliards USD en 2023. Par ailleurs, les obligations durables constituent une source de financement de faible importance pour les administrations centrales : elles ont seulement représenté 0,4 % des obligations souveraines émises en 2023.

Il n'est pas établi de manière statistiquement significative que les sociétés qui émettent des obligations durables perçoivent systématiquement une prime à ce titre. C'est le signe qu'il faudrait peut-être faire évoluer les pratiques de marché et la réglementation pour pouvoir concrétiser le potentiel des obligations durables. À titre d'exemple, on constate que les contrats autorisent généralement les émetteurs d'obligations durables à affecter le produit au refinancement des projets existants et non à de nouveaux investissements. Dans le même temps, la part des obligations durables vérifiées par des évaluateurs indépendants est passée de moins de la moitié en 2019 à près des trois quarts en 2023.

3.1. Introduction

L'objet de ce chapitre est d'exposer les grandes caractéristiques et tendances des marchés des obligations durables. Les obligations durables sont définies dans la présente introduction, et les conclusions principales du chapitre résumées dans l'encadré qui suit. La deuxième section traite des tendances observées en matière d'émission d'obligations durables, de la valeur de l'encours, de la base des investisseurs concernés, des actifs gérés par les fonds de placement durable et de l'utilisation des normes et taxonomies. La troisième section porte sur les problématiques qui intéressent au premier chef les responsables de l'action publique, à savoir : les motivations principales des plus gros souscripteurs d'obligations durables ; la question de l'existence éventuelle d'une prime ; ainsi que le développement et la liquidité des marchés des obligations durables. La dernière section aborde différentes questions de fond sur la base des données et analyses présentées dans les sections précédentes.

Les obligations durables se classent en deux grandes catégories (ICMA, 2022^[1]). Les obligations avec engagement d'affectation du produit sont des obligations dont le produit doit servir à financer ou refinancer, en totalité ou en partie, des projets éligibles, nouveaux ou existants, à vocation verte, sociale ou durable. Lorsqu'elles sont émises par des établissements financiers, les fonds sont généralement investis dans le financement ou le refinancement des prêts octroyés au développement de projets éligibles. Les « obligations liées à la durabilité » sont des obligations dont les coûts de financement de l'émission ou d'autres caractéristiques (par exemple, l'échéance) varient selon que leur émetteur atteint ou non des objectifs de performance précis en matière de durabilité, dans un laps de temps donné, mais dont le produit n'est pas nécessairement investi dans des projets censés avoir des effets favorables dans le domaine environnemental ou social.

Les « obligations avec engagement d'affectation du produit » regroupent les obligations vertes, sociales et durables (obligations GSS). Comme leur nom l'indique, le produit des *obligations vertes* doit servir à financer des projets censés avoir des effets bénéfiques pour l'environnement, par exemple des projets concernant les énergies renouvelables, les transports propres, la préservation de la biodiversité et la gestion des eaux usées (ICMA, 2021^[2]). Selon cette classification, les « obligations bleues » et les « obligations climatiques » sont des obligations vertes dans la mesure où elles touchent à des questions environnementales, respectivement liées aux mers et océans et au changement climatique. Les fonds levés par l'émission d'*obligations sociales* doivent être investis dans des projets dont l'objet est de régler ou d'atténuer un problème social particulier ou bien d'atteindre des résultats sociaux positifs (par exemple, accessibilité financière des logements, sécurité alimentaire et émancipation des minorités (ICMA, 2023^[3])). Les *obligations durables* sont des obligations dont le produit doit servir à financer un ensemble de projets verts et sociaux éligibles.

Les sections suivantes de ce chapitre sont consacrées à l'analyse des principales caractéristiques des deux catégories d'obligations durables, et de leurs conséquences sur les entreprises, les investisseurs et les entités constitutives du secteur officiel (ces dernières réunissent les administrations centrales et locales, leurs organismes et les institutions multilatérales). D'emblée, il convient de préciser une caractéristique fondamentale des obligations durables : si les droits et risques qui en découlent pour les porteurs sont les mêmes que pour toute autre obligation classique, elles s'accompagnent en revanche d'une prise d'engagement de la part de l'émetteur. Ainsi, dans le cas des obligations GSS, l'émetteur s'engage généralement à monter des projets durables éligibles ou à prévoir d'investir dans de tels projets, pour une valeur égale ou supérieure à celle de son encours obligataire. Dans le cas des obligations liées à la durabilité, il s'engage à atteindre des objectifs de performance en matière de durabilité, comme réduire ses émissions de gaz à effet de serre (GES). Quel est le poids de ces engagements dans les décisions de placement des entreprises et du secteur public ? Les investisseurs accordent-ils une importance à ces engagements ? Ce sont deux questions qui occupent une place centrale dans ce chapitre.

Principales conclusions

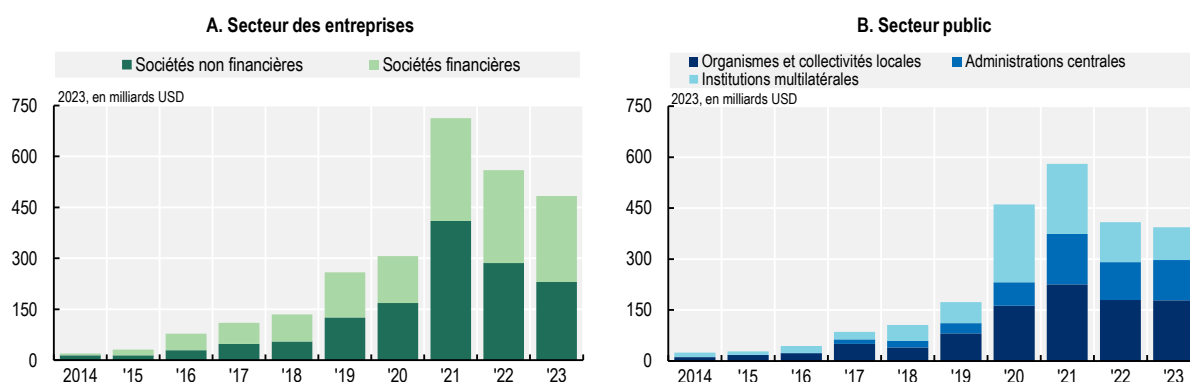
- **Fin 2023, l'encours des obligations durables émises par les entreprises et dans le secteur public atteignait respectivement 2 300 milliards USD et 2 000 milliards USD.** Au total, le montant émis dans ces deux secteurs a été multiplié par six et sept entre 2014-18 et 2019-23.
- **Les obligations durables émises par des entreprises cette année-là ont été principalement constituées d'obligations vertes, dans une proportion de 74 % et, en deuxième lieu, d'obligations liées à la durabilité (10 %).** Les obligations durables (230 milliards USD) ont représenté 12 % de l'émission obligataire totale des sociétés non financières, contre 8 % (253 milliards USD) pour les sociétés financières.
- **Le secteur public a lui aussi émis un volume non négligeable d'obligations durables (394 milliards USD en 2023), mais à deux différences près et non des moindres,** par rapport au secteur des entreprises. La première est que les obligations liées à la durabilité y occupent une place nettement moins importante que les obligations GSS, avec seulement 9 milliards USD en 2023. La deuxième est que les obligations durables restent une source de financement limitée pour les administrations centrales : elles n'ont représenté que 0.4 % du total des obligations souveraines émises en 2023.
- **Au total, 93 % des obligations durables émises en 2023 l'ont été suivant les normes élaborées par l'International Capital Market Association (ICMA).** En général, les émetteurs se rapportent aux taxonomies d'activités durables établies par des tiers ou à leur propre classification de projets éligibles. Les taxonomies les plus employées en 2023 sont celles de la Climate Bonds Initiative (66 %) et de l'Union européenne (14 %), suivie de la taxonomie utilisée par la banque centrale et l'autorité des marchés financiers de la République populaire de Chine (12 %).
- **Il n'est pas établi de manière statistiquement significative que les sociétés qui émettent des obligations durables perçoivent systématiquement une prime à ce titre.** D'après un petit échantillon d'obligations appariées, cela semble également valoir pour le secteur public.
- **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 que le contrat obligataire est conforme à une norme spécifique régissant les obligations durables.
- **Deux tiers des prospectus relatifs à des obligations GSS indiquent qu'il est autorisé d'affecter le produit de ces obligations au refinancement de projets éligibles existants,** et aucun prospectus de l'échantillon n'interdit explicitement cet usage. Aucun ne mentionne non plus l'application d'une pénalité contractuelle dans le cas où l'émetteur n'utiliserait pas l'intégralité du produit pour financer ou refinancer des projets éligibles.
- **Peu d'éléments indiquent que les émissions d'obligations souveraines vertes favorisent le développement du marché des obligations vertes d'entreprise.** Cela dit, les émetteurs souverains peuvent avoir d'autres raisons de se tourner vers les obligations durables, comme celle de diversifier leur base d'investisseurs.

3.2. Tendances

3.2.1. Volumes d'émission et d'encours

Ces cinq dernières années, les obligations durables ont fortement progressé comme source de financement par le marché, tant pour les entreprises que pour le secteur public. Ainsi, entre les périodes 2014-18 et 2019-23, le volume des émissions de ces obligations a été multiplié par six dans le cas des entreprises, et par sept dans celui du secteur public. Par ailleurs, en 2021, le volume des émissions d'obligations durables d'entreprise a atteint le niveau exceptionnel de 713 milliards USD ; dont 57 % dans le secteur des sociétés non financières (Graphique 3.1, partie A). Le secteur public a lui aussi battu un record en émettant pour 461 milliards USD et 580 milliards USD d'obligations durables en 2020 et 2021, respectivement (Graphique 3.1, partie B). En 2020, le volume des emprunts obligataires durables émis par des institutions multilatérales s'est élevé à près de 230 milliards USD. En 2023, les entreprises ont émis 32 % d'obligations durables de moins qu'en 2021. On observe une baisse similaire dans le secteur public (se reporter au Graphique 3.8 et au Graphique 3.12 pour comparer la part des obligations durables dans le total des émissions obligataires)¹.

Graphique 3.1. Volume global des émissions d'obligations durables, par type d'émetteur

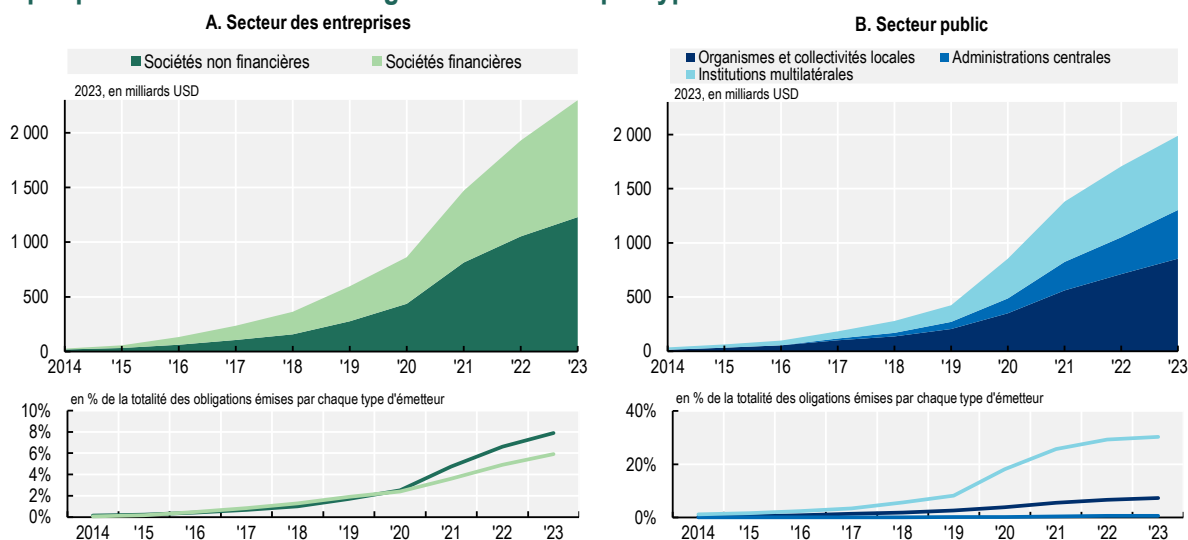


Note : dans la partie B, « organismes et collectivités locales » désigne les organismes publics nationaux (par exemple, l'établissement allemand de crédit pour la reconstruction KfW), les collectivités locales (par exemple, la préfecture de Shiga) et les banques nationales de développement (par exemple, la Banque brésilienne de développement). Les institutions multilatérales sont les organisations constituées par au moins trois pays ou territoires (par exemple, la Société financière internationale) et l'Union européenne.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

En 2023, l'encours total des obligations durables émises par les entreprises a atteint 2 300 milliards USD, contre 1 990 milliards USD dans le secteur public. Ce chiffre est de 1 230 milliards pour les sociétés non financières, ce qui représente 8 % de l'encours obligataire total de ces entreprises ; et de 1 068 milliards USD (6 % de l'encours obligataire total) dans le cas des sociétés financières (Graphique 3.2, partie A). Toujours en 2023, le stock des obligations durables des organismes et collectivités locales s'est chiffré à 853 milliards USD, celui des institutions multilatérales à 686 milliards USD et celui des administrations centrales, en forte baisse, à 450 milliards USD.

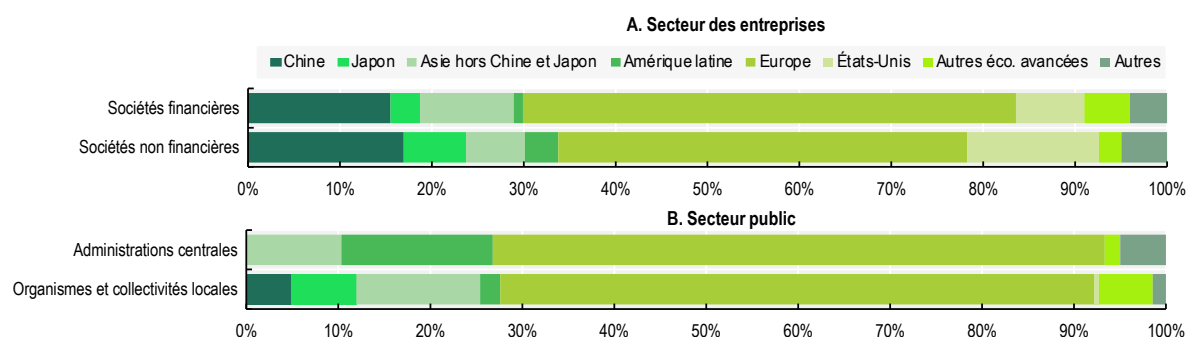
Graphique 3.2. Encours des obligations durables par type d'émetteur



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

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, ce sont 45 % des obligations durables émises par des sociétés non financières qui ont été achetées par des entreprises européennes. Viennent ensuite la République populaire de Chine (Chine) et les États-Unis, avec respectivement 17 % et 14 % (Graphique 3.3, partie A). De même, les émissions d'obligations durables de société financière ont été les plus nombreuses en Europe (54 %), en Chine (15 %), en Asie hors Chine et Japon (10 %) et aux États-Unis (7 %). C'est en Europe encore que les banques centrales ont émis le plus d'obligations durables : 67 % du total mondial entre 2014 et 2023, l'Amérique latine arrivant en deuxième position avec 16 % du total. Enfin, l'Europe est la région qui a connu la plus forte activité d'émission d'obligations durables de la part d'organismes et de collectivités locales (65 % du total), suivie de l'Asie hors Chine et Japon (13 %)

Graphique 3.3. Volume global des émissions d'obligations durables, par région, 2014-23

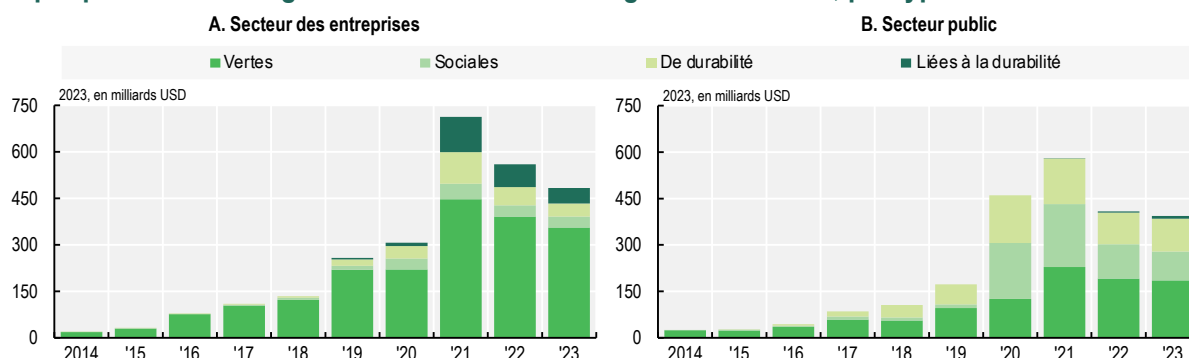


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Avant 2020, les obligations vertes constituaient l'essentiel des obligations durables émises par des entreprises : 92 % du volume annuel d'émission (Graphique 3.4, partie A). En 2020, la part des obligations sociales et de durabilité dans les obligations durables d'entreprise a dépassé les 10 %, pour chacune de ces catégories. En 2022 et 2023, les obligations liées à la durabilité, les obligations de durabilité et les obligations sociales ont représenté en moyenne 12 %, 10 % et 7 % respectivement du volume total des émissions d'obligations durables d'entreprise.

L'émission d'obligations vertes est une pratique moins courante dans le secteur public : ces trois dernières années, ces obligations ont représenté en moyenne 45 % de ses émissions obligataires. Sur cette même période, les administrations et les institutions multilatérales ont privilégié les obligations sociales (29 %) et les obligations de durabilité (26 %) (Graphique 3.4, partie B). C'est en 2022 que des obligations liées à la durabilité ont pour la première fois été émises par des administrations centrales et des institutions multilatérales ; elles n'ont représenté que 1 % des émissions d'obligations durables du secteur public ces deux dernières années.

Graphique 3.4. Volume global des émissions d'obligations durables, par type



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

L'analyse de la documentation relative aux obligations GSS montre que les sociétés financières et non financières émettrices s'engagent à affecter les fonds principalement à des activités qui relèvent des catégories suivantes : « projets d'énergies renouvelables », « efficacité énergétique » et « éco-construction/bâtiments ». La catégorie « projets verts éligibles », qui couvre en fait un éventail illimité d'activités, arrive cinquième dans le secteur des sociétés non financières. Dans le Tableau 3.1, les catégories d'« affectation du produit » sont classées par ordre d'importance pour chaque type d'émetteur.

Globalement, les obligations GSS émises par les organismes, collectivités locales et institutions multilatérales relèvent en priorité de la catégorie « dépenses sociales ». Dans le cas des administrations centrales, les trois premières catégories sont « préservation de la biodiversité », « dépenses sociales » et « transports propres », qui représentent respectivement 19 %, 12 % et 11 % du montant total des fonds levés. Il convient de noter que 10 % du montant levé par les institutions multilatérales provient d'obligations dont le produit est destiné à un usage général et un non spécifiquement lié à la durabilité.

Tableau 3.1. Affectation du produit des obligations GSS, 2014-23

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises		Secteur public		
	Non financières	Financières	Organismes et collectivités locales	Administrations centrales	Institutions multilatérales
Agriculture	0 %	0 %	0 %	1 %	1 %
Préservation de la biodiversité	3 %	4 %	3 %	19 %	5 %
Transports propres	10 %	11 %	11 %	11 %	5 %
Adaptation au changement climatique	6 %	6 %	4 %	10 %	8 %
Efficacité énergétique	18 %	15 %	10 %	11 %	8 %
Écoconstruction/bâtiments	10 %	17 %	5 %	7 %	5 %
Infrastructures	8 %	4 %	14 %	3 %	10 %
Projets d'énergies renouvelables	21 %	15 %	8 %	7 %	7 %
Dépenses sociales	3 %	9 %	28 %	12 %	25 %
Projets de développement durable	1 %	1 %	2 %	1 %	7 %

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises		Secteur public		
	Non financières	Financières	Organismes et collectivités locales	Administrations centrales	Institutions multilatérales
Gestion des déchets	1 %	2 %	1 %	4 %	1 %
Gestion de l'eau ou des eaux usées	4 %	6 %	4 %	6 %	4 %
Projets verts éligibles	10 %	7 %	5 %	6 %	5 %
Usage général	5 %	3 %	4 %	3 %	10 %

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

À la différence des obligations GSS, les obligations liées à la durabilité comportent des objectifs de performance en matière de durabilité qui doivent être atteints suivant un calendrier précis. L'émetteur sélectionne à cet effet des indicateurs clés de performance (KPI) à utiliser au niveau de l'entité. Comme indiqué dans le Tableau 3.2, la plupart de ces KPI concernent la transition climatique. Ainsi, les entreprises émettrices d'obligations liées à la durabilité retiennent l'indicateur « Émissions de GES des champs d'application 1 et 2 » dans 28 % des cas, ainsi que les indicateurs « intensité carbone et d'émission » et « énergies renouvelables », principalement. Les obligations d'entreprise liées à la durabilité sont aussi parfois — mais moins souvent — associées à des KPI dénués de tout lien avec la transition climatique : par exemple, « augmentation de la présence des femmes au conseil d'administration » (dans 1.6 % des cas), « augmentation de l'accès aux traitements de santé (1.4 %) et « diversité raciale et ethnique » (0.9 %). Le Tableau 3.2 contient également les KPI associés aux obligations liées à la durabilité du secteur public, mais celles-ci sont encore peu nombreuses, ce qui limite les possibilités de comparer les chiffres du secteur des entreprises et du secteur public.

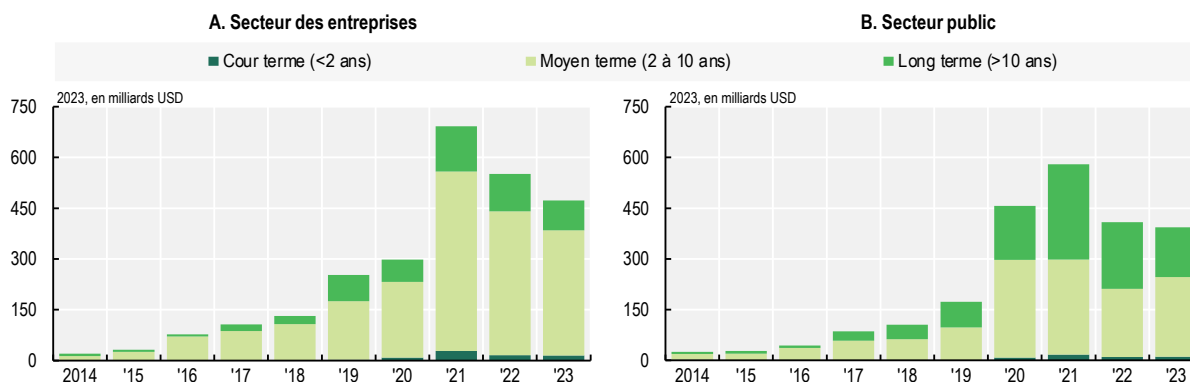
Tableau 3.2. Indicateurs clés de performance (KPI) associés aux obligations liées à la durabilité, 2019-23

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises	Secteur public
Intensité carbone et d'émission	24 %	24 %
Consommation et efficacité énergétiques	6 %	10 %
Augmentation de la présence des femmes au conseil d'administration	2 %	25 %
Énergie renouvelable	9 %	13 %
Émissions de GES des champs d'application 1 et 2	28 %	8 %
Émissions de GES des champs d'application 1, 2 et 3	3 %	0 %
Émissions de GES du champ d'application 3	7 %	0 %
Gestion durable des forêts	0 %	6 %
Autres	21 %	13 %

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Près de 80 % des obligations durables d'entreprise émises entre 2014 et 2023 sont des obligations à moyen terme, dont l'échéance est comprise entre deux et dix ans, tandis qu'une fraction seulement (3 %) sont des obligations de court terme (moins de deux ans). L'échéance des obligations durables du secteur public est généralement plus longue. Ainsi, en 2023, les obligations à long terme ont représenté 37 % du total des obligations durables émises par le secteur public, contre 19 % des obligations durables d'entreprise (Graphique 3.5).

Graphique 3.5. Obligations durables à court, moyen et long termes

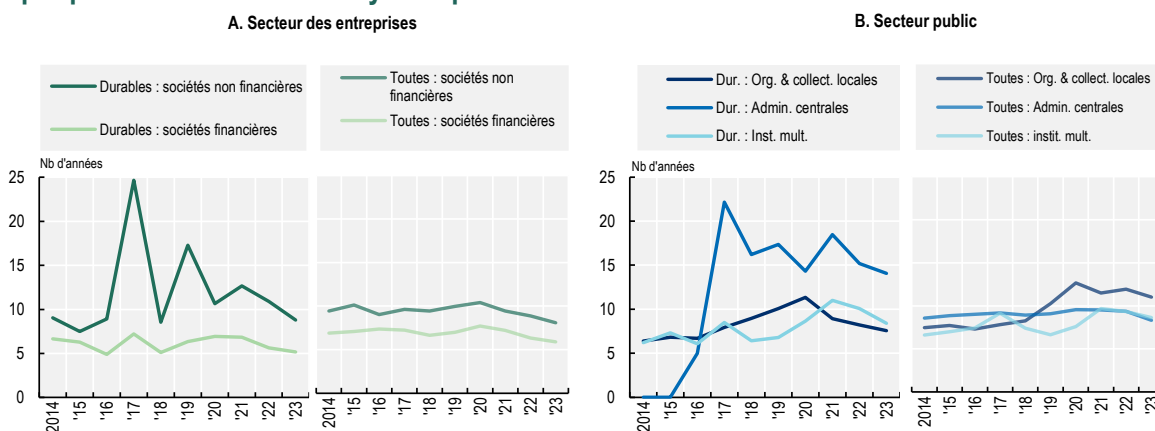


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Tous types d'émetteur confondus (entreprises, administrations et institutions multilatérales), les obligations durables se sont caractérisées par une durée de vie pondérée moins stable que les obligations classiques et durables durant la décennie écoulée. Celles émises par les sociétés non financières ont eu une durée de vie moyenne pondérée de 11.9 ans, contre 9.4 ans pour la totalité des émissions émises par le secteur (Graphique 3.6, partie A). On observe l'inverse dans le secteur des sociétés financières, où la durée de vie moyenne pondérée des obligations durables (6.1 ans) est légèrement inférieure à celle des obligations considérées dans leur ensemble (6.9 ans).

Dans le cas des institutions multilatérales, la durée de vie moyenne pondérée des obligations durables (7.9 ans) est proche de celle de l'émission obligataire totale (8 ans). La situation est différente pour les organismes et collectivités locales, avec 8.3 ans et 9.6 ans respectivement (Graphique 3.6, partie B). S'agissant des administrations centrales, les obligations durables présentent, depuis 2017, une durée de vie moyenne pondérée (16.8 ans) près de deux fois plus longue que celle de l'ensemble du stock (9.1 ans) pour la même période.

Graphique 3.6. Durée de vie moyenne pondérée



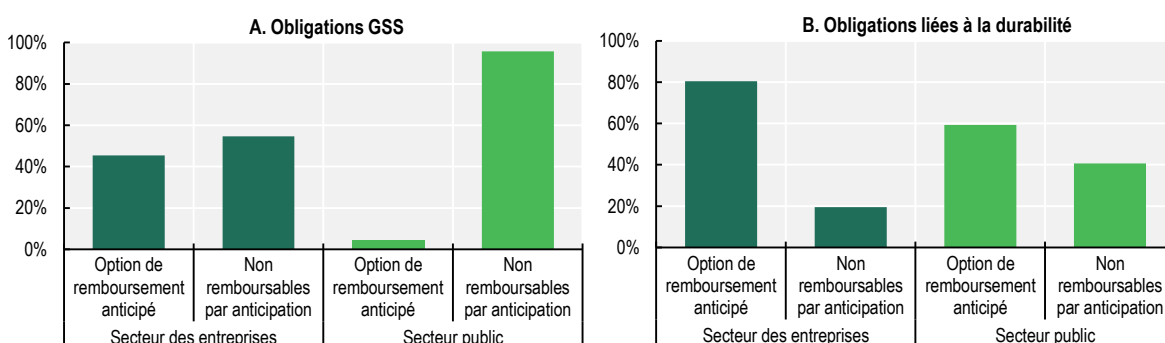
Note : sont exclues les obligations d'une échéance inférieure à un an.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Une grande partie des emprunts obligataires liés à la durabilité s'accompagnent d'une option de remboursement anticipé, que l'émetteur peut exercer avant l'expiration du contrat. Les entreprises ont prévu une telle option pour 45 % des obligations GSS et 80 % des obligations liées à la durabilité émises

au cours de la période 2014-23 (Graphique 3.7, partie A). On observe une situation similaire dans le secteur public, où, durant la même période, 59 % des obligations liées à la durabilité ont été émises avec une option de remboursement anticipé, contre seulement 4 % des obligations GSS. Dans le cas des obligations liées à la durabilité, l'existence d'une option de remboursement anticipé peut faire craindre que l'émetteur ne cherche à réduire le montant de la pénalité applicable en cas de non-réalisation des objectifs de performance en matière de durabilité en exerçant son droit de remboursement anticipé. Un moyen éventuel d'y remédier en partie consiste à prévoir l'application d'une sanction pécuniaire dans le cas où les objectifs ne sont pas atteints au moment où l'option de remboursement anticipé est exercée. UI Haq et Doumbia (UI Haq et Doumbia, 2022^[4]) ont analysé 40 opérations d'emprunt obligataire lié à la durabilité (réalisées au plus tard en décembre 2021) et constaté que dans 42.5 % des cas, l'émetteur était tenu de s'acquitter d'une pénalité s'il n'avait pas atteint les objectifs fixés au moment du remboursement.

Graphique 3.7. Obligations GSS et obligations liées à la durabilité remboursables par anticipation, 2014-23



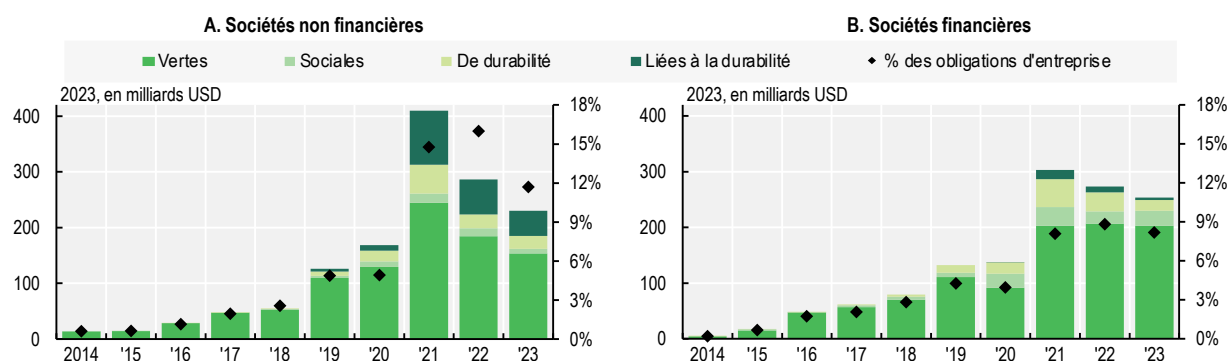
Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

3.2.2. Caractéristiques des émetteurs

Secteur des entreprises

En 2014, les obligations durables n'avaient représenté que 0.6 % du volume total des émissions des sociétés non financières. En 2023, cette part se situait à 11.7 %, après avoir culminé à 16 % en 2022 (Graphique 3.8, partie A). Les sociétés financières ont également connu une montée en flèche de ce ratio, qui est passé de 0.2 % en 2014 à 8.1 % en 2023. Le volume des émissions d'obligations durables a chuté en 2023, toutes catégories confondues. Y font exception les obligations sociales émises par les sociétés financières, dont le volume a gonflé de 23 % en un an (Graphique 3.8, partie B). De même, en 2023, le volume des émissions d'obligations liées à la durabilité des sociétés non financières a diminué de 27 % par rapport à l'année précédente, mais sa part dans le total des émissions de ces entreprises s'est maintenue à 20 %.

Graphique 3.8. Volumes des émissions d'obligations durables des entreprises

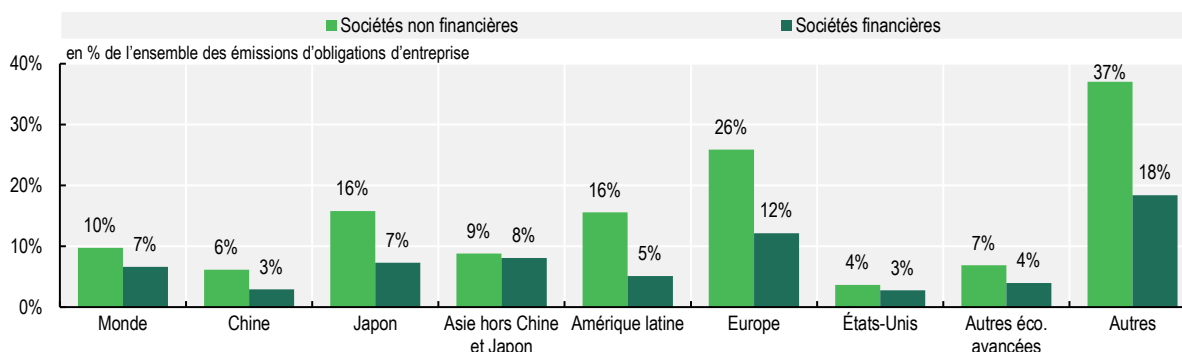


Note : les points noirs correspondent à la part des obligations durables d'entreprise dans l'ensemble des obligations d'entreprise.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

À l'échelle mondiale, les obligations durables émises par les sociétés non financières (financières) ont représenté 10 % (7 %) du total des émissions d'obligations d'entreprise enregistrées au cours de la période 2019-23. Cette part est plus importante dans certaines parties du monde : le Japon, l'Amérique latine, l'Europe et l'ensemble Autres. Il est intéressant de constater qu'en Chine, aux États-Unis et dans d'Autres économies avancées, la part des obligations durables dans l'émission obligatoire des sociétés non financières s'est élevée à 7 % ou moins, contre 4 % ou moins dans le cas des sociétés financières (Graphique 3.9).

Graphique 3.9. Part des obligations durables dans l'émission obligatoire des entreprises, par région, 2019-23

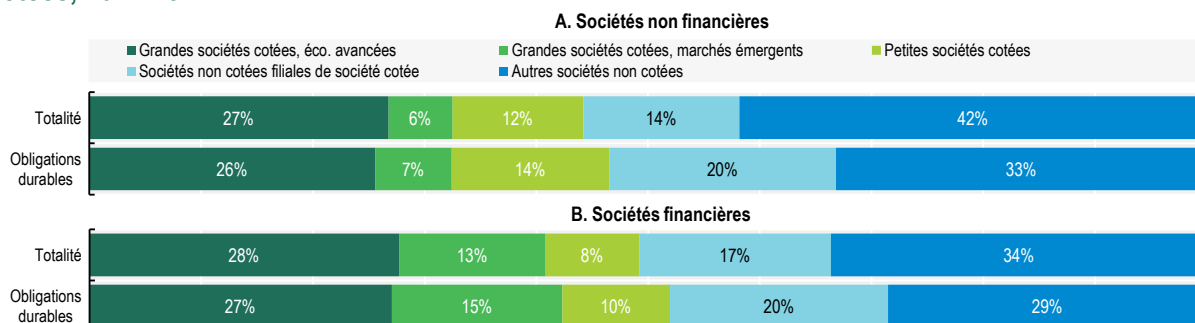


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Les obligations durables d'entreprise (financière ou non financière) émises durant la période 2022-23 l'ont été pour moitié environ par des sociétés non cotées (c'est-à-dire non cotées en bourse) ; le constat est identique pour les obligations classiques. Plus précisément, dans le secteur des sociétés non financières, les sociétés non cotées ont été responsables de 53 % des émissions d'obligations durables, suivies des grandes sociétés cotées (26 %) et des petites sociétés cotées (14 %) (Graphique 3.10, partie A). De même, dans le secteur des sociétés financières, ces chiffres sont de 48 % pour les sociétés non cotées et de 27 % pour les grandes entreprises cotées (Graphique 3.10, partie B). Il est intéressant de noter que la part des sociétés non cotées filiales de société cotée est plus élevée dans les émissions d'obligations durables que dans celles des obligations d'entreprise considérées dans leur ensemble. Ainsi, dans le

secteur non financier, 14 % des obligations ont été émises par une société non cotée filiale de société cotée, contre 20 % des obligations durables.

Graphique 3.10. Distribution des émissions d'obligations d'entreprise, entre sociétés cotées et non cotées, 2022-23

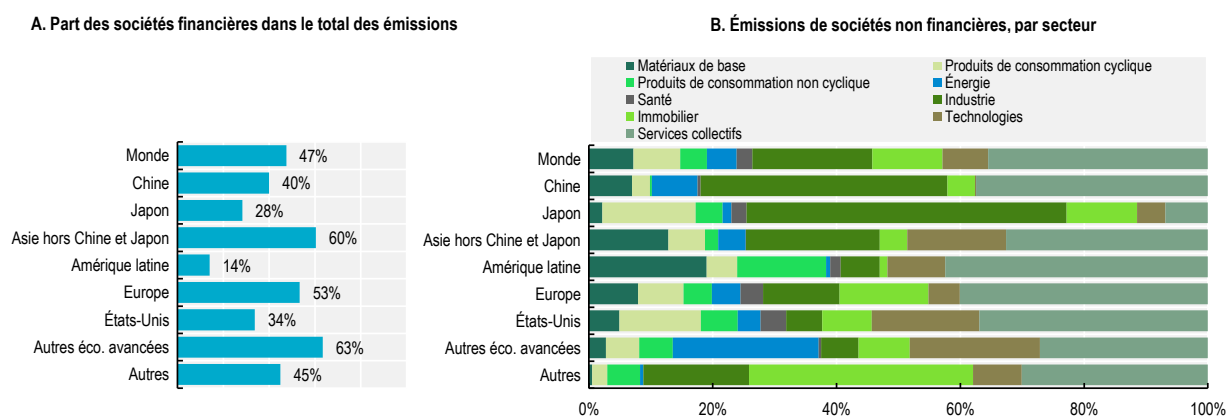


Note : sont considérées comme grandes sociétés cotées les sociétés qui figuraient dans l'Indice MSCI World en septembre 2023. Les sociétés non cotées (c'est-à-dire non cotées en bourse) ont été classées en deux catégories : « sociétés non cotées filiales de sociétés cotées » et « autres sociétés non cotées ».

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG., MSCI

Si les sociétés financières ont été responsables de près de la moitié des émissions d'obligations durables d'entreprise enregistrées entre 2019 et 2023 à l'échelle mondiale, la situation est très contrastée selon les régions (Graphique 3.11, partie A). Elles ont été plus actives en Asie hors Chine et Japon (60 %) et dans les Autres économies avancées (63 %) qu'en Amérique latine (14 %), au Japon (28 %) ou aux États-Unis (34 %). La partie B du Graphique 3.11 indique la répartition sectorielle des émetteurs d'obligations durables, hors sociétés financières, lesquelles prêtent aux entreprises de différents secteurs.

Graphique 3.11. Répartition sectorielle des émissions d'obligations durables, 2019-23



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Au cours de la période 2019-23, les émissions d'obligations durables d'entreprise ont principalement eu lieu dans le secteur des services collectifs, sauf en Chine, au Japon et dans l'ensemble « Autres » (Graphique 3.11), où les entreprises les plus actives en la matière (hors sociétés financières) ont été celles de l'industrie (en Chine et au Japon) et de l'immobilier (« Autres »), avec 40 %, 52 % et 36 % respectivement. On retrouve ce classement lorsque l'on considère la part des obligations durables dans l'ensemble des obligations d'entreprise. Ainsi, les obligations durables ont représenté 23 % des obligations

d'entreprise émises dans le secteur des services collectifs en 2023, soit plus du double que dans l'ensemble du secteur des sociétés non financières (9 %). La forte présence du secteur des services collectifs sur le marché des obligations durables tient probablement aux émissions des entreprises spécialisées dans les énergies renouvelables (Tableau 3.3).

Tableau 3.3. Part des obligations durables dans l'ensemble des obligations d'entreprise, par secteur

	2019	2020	2021	2022	2023
Matériaux de base	4 %	5 %	18 %	15 %	14 %
Produits de consommation cyclique	1 %	2 %	9 %	11 %	14 %
Produits de consommation non cyclique	2 %	1 %	11 %	13 %	6 %
Énergie	1 %	1 %	8 %	12 %	11 %
Services financiers	5 %	5 %	9 %	10 %	8 %
Santé	1 %	2 %	11 %	6 %	3 %
Industrie	3 %	4 %	8 %	10 %	8 %
Technologies	2 %	3 %	8 %	10 %	9 %
Services collectifs	17 %	15 %	37 %	33 %	23 %

Note : l'immobilier a été regroupé avec les « services financiers » pour l'ensemble des années considérées.

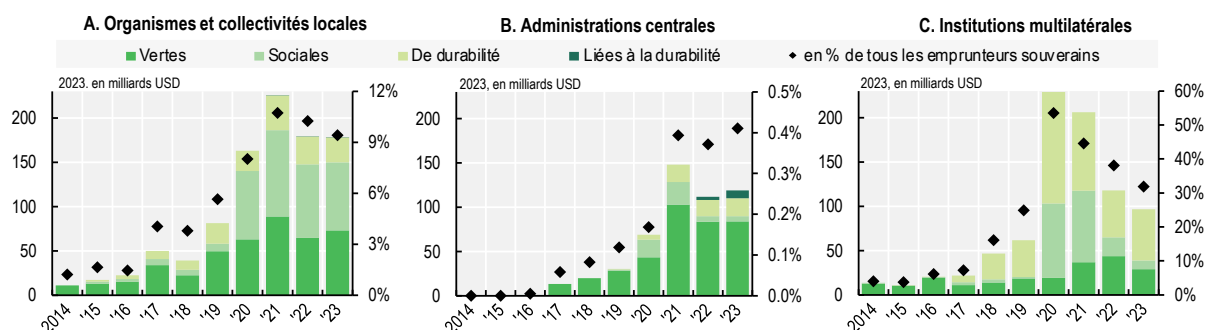
Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Secteur public

Les organismes et collectivités locales, les administrations centrales et les institutions multilatérales recourent de plus en plus à l'emprunt obligataire durable, en particulier depuis 2020. Cela dit, en valeur relative, les obligations durables occupent une place encore modeste dans le stock des administrations centrales, et désormais non négligeable dans celui des institutions multilatérales (Graphique 3.12). En effet, c'est dans l'émission obligataire des administrations centrales que la part des obligations durables est la plus faible, avec 0.4 % seulement en 2023. Les organismes et collectivités locales pratiquent davantage ce type d'emprunt, les obligations durables représentant en moyenne 10 % de leurs émissions obligataires depuis 2020.

Depuis peu, ce sont les institutions multilatérales qui, par comparaison avec les autres entités du secteur public et le secteur privé, recourent le plus à l'emprunt obligataire durable pour lever des fonds sur les marchés de capitaux : les obligations durables ont représenté 54 % de leurs émissions obligataires en 2020, alors que cette part n'avait jamais dépassé les 7 % jusqu'en 2017. Depuis 2020, les obligations durables forment au moins 32 % des émissions obligataires (Graphique 3.12, partie C). Les institutions multilatérales les plus actives sont la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (37 % du total des obligations durables), l'Union européenne (22 %) et la Banque européenne d'investissement (12 %). L'Association internationale de développement, la Banque asiatique de développement et la Banque interaméricaine de développement ont représenté chacune 4 % des émissions d'institutions multilatérales.

Graphique 3.12. Volume des émissions d'obligations durables du secteur public



Note : les points noirs correspondent à la part des obligations durables dans l'émission obligataire du secteur public.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

3.2.3. Investisseurs

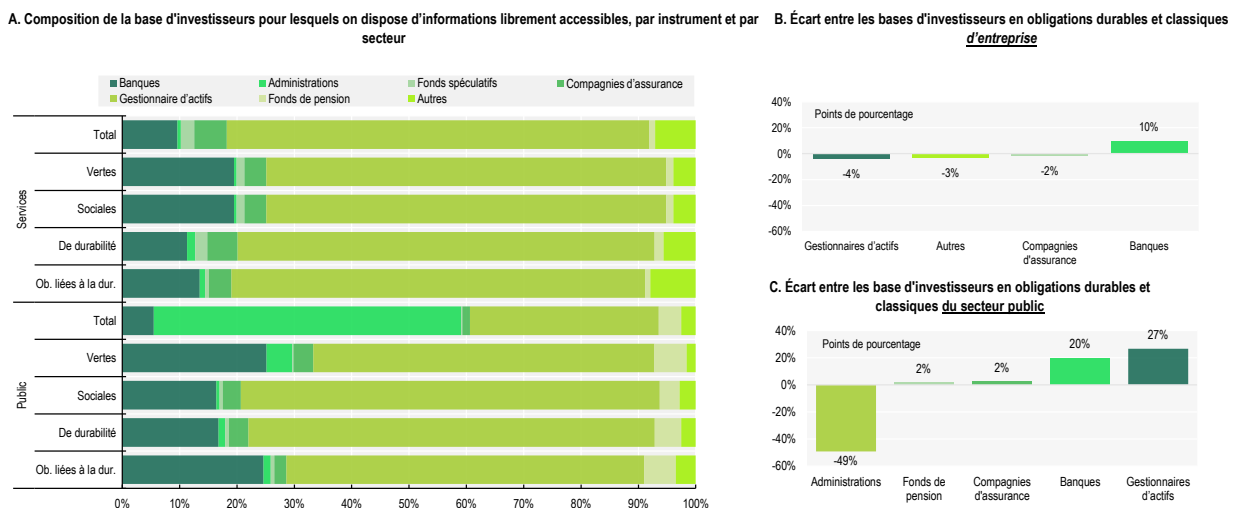
L'objet de cette section est d'analyser un ensemble de données issues de sources d'information librement accessibles sur les placements obligataires, afin de comparer les bases d'investisseurs en obligations durables et en obligations classiques. Cet ensemble de données traite de tous les types d'obligations, mais pas de l'ensemble des investisseurs. En d'autres termes, il fait la part belle aux grands investisseurs et, en particulier aux investisseurs institutionnels, généralement tenus par la réglementation de communiquer des informations sur leur portefeuille. Comme il ne couvre qu'environ un cinquième de la base des investisseurs concernés par ces actifs, il s'agit ici de comparer la situation des obligations durables et classiques et non d'étudier de manière exhaustive la base des investisseurs en obligations durables. Le marché obligataire primaire de certains émetteurs souverains est exposé dans l'Encadré 3.1, pour ce qui concerne une sélection de types d'obligation.

La partie A du Graphique 3.13 montre la composition, telle qu'établie à partir des informations librement accessibles, de la base des investisseurs en obligations, selon que l'on considère l'ensemble des obligations ou uniquement certains types d'obligations durables. Premier constat, les gestionnaires d'actifs, qui gèrent des actifs pour le compte d'autrui en investissant surtout dans des titres négociables, sont les principaux détenteurs d'obligations durables. Cela témoigne de l'importance de ces investisseurs, mais aussi du fait qu'ils sont proportionnellement plus nombreux à communiquer des informations sur leurs portefeuilles et qu'ils sont donc surreprésentés dans l'échantillon considéré. Deuxième constat, les bases d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public présentent de grandes similitudes, quel que soit le type d'instrument obligataire durable considéré. S'agissant des obligations GSS et des obligations liées à la durabilité émises par des entreprises, la base d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public se compose principalement de gestionnaires d'actifs (dans une proportion comprise entre 70 % pour les obligations vertes et 73 % pour les obligations de durabilité), suivis des banques (dans une proportion comprise entre 11 % pour les obligations de durabilité et 19 % pour les obligations vertes). Dans le cas également des obligations durables du secteur public, les gestionnaires d'actifs forment l'essentiel de la base d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public, avec une part comprise entre 59 % (obligations vertes) et 73 % (obligations sociales). Suivent les banques, avec une part comprise entre 17 % (obligations liées à la durabilité) et 25 % (obligations vertes).

La principale différence observée entre les détenteurs d'obligations durables et d'obligations tous types confondus, pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public, concerne la place occupée par les banques et les administrations, banques centrales incluses. Ainsi, si on compare les bases d'investisseurs en obligations durables et en obligations classiques à partir des informations librement accessibles, on constate que la part des banques est supérieure dans le premier cas, de 10 points de

pourcentage lorsqu'il s'agit d'obligations d'entreprise et de 20 points de pourcentage lorsqu'il s'agit d'obligations souveraines (Graphique 3.13, parties B et C). Une autre différence qui ressort du Graphique 3.13 (parties B et C) concerne la place des administrations parmi les détenteurs d'obligations du secteur public : leur part est inférieure d'environ 49 points de pourcentage dans le cas des obligations durables. Il convient de noter que cet écart est potentiellement attribuable aux variations observées parmi les émetteurs, selon les types d'obligations. Si l'on considère, par exemple, le cas des emprunteurs souverains, on constate qu'à ce jour, aucun des trois principaux émetteurs d'obligations classiques — les États-Unis, le Japon et la Chine — n'ont émis d'obligations durables. Théoriquement, il y a lieu de penser que cette particularité explique les disparités observées dans les bases d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public. On retrouve pourtant ces mêmes disparités dans l'examen d'un échantillon apparié constitué des 20 principaux émetteurs d'obligations durables (neuf emprunteurs souverains et 11 sociétés), ce qui confirme qu'elles sont probablement liées, non pas à l'émetteur, mais à la préférence des investisseurs².

Graphique 3.13. Base des investisseurs en obligations durables telle que définie à partir des informations librement accessibles



Note : valeurs calculées en janvier 2024.

Source : Bloomberg et calculs de l'OCDE.

Encadré 3.1. Répartition des investisseurs en obligations souveraines GSS et classiques d'une sélection de pays

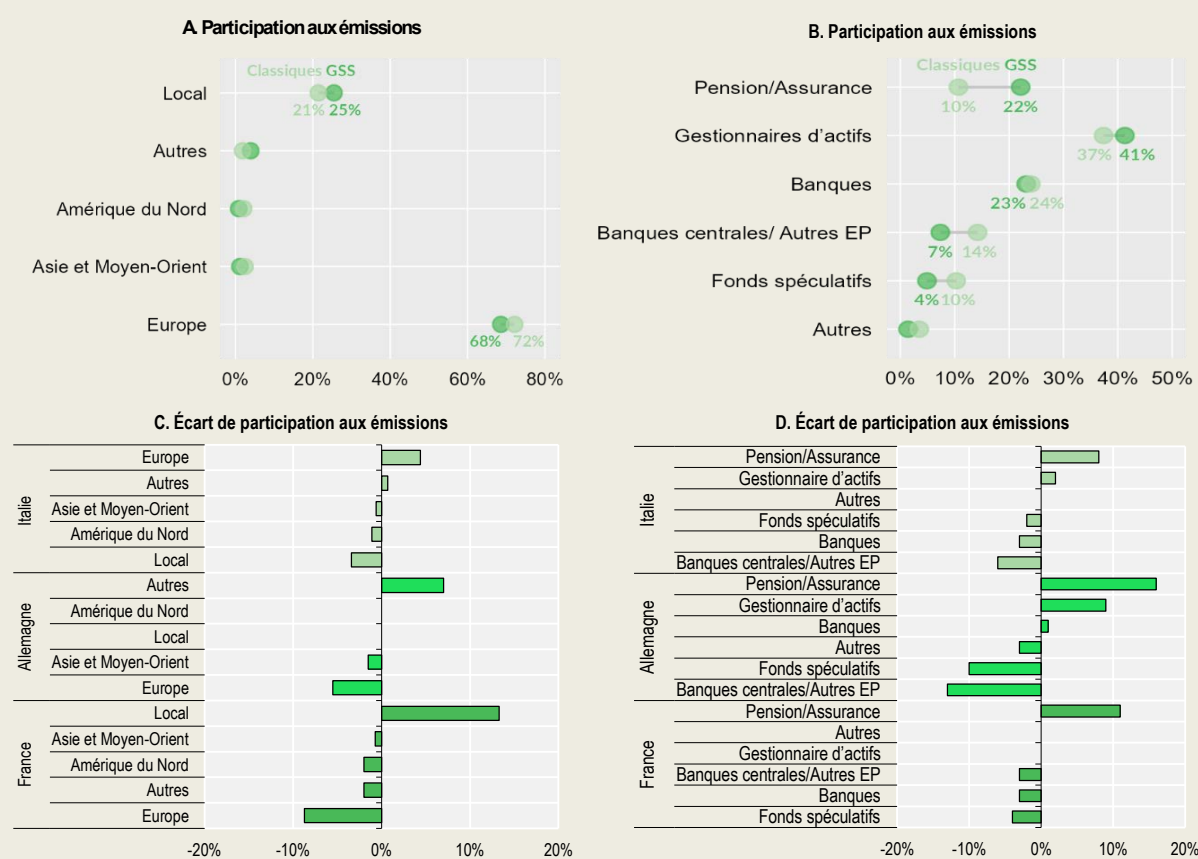
Comme les emprunteurs souverains communiquent des informations sur les investisseurs qui participent à leurs opérations de syndication, l'analyse des marchés primaires permet d'en savoir plus sur la répartition, par type d'investisseur, des emprunts souverains émis. L'objet du présent encadré est de comparer les marchés primaires des obligations durables émises par syndication en Allemagne, en France et en Italie, avec ceux de certaines obligations classiques, retenues pour y être appariées en fonction de leur échéance, type et date d'émission. Les obligations GSS analysées ont été émises entre 2017 et 2023 (voir l'Annexe 3.A pour plus de détails).

Le Graphique 3.14, qui permet de comparer la base d'investisseurs par région et par type d'investisseur, montre qu'en moyenne, sa composition régionale est similaire pour les obligations GSS et classiques (partie A). Dans les deux cas, environ 20 % des investisseurs qui les achètent sur le

marché primaire sont des intervenants nationaux, quelque 70 % proviennent d'un autre pays européen et 10 % d'une autre région. En France, les investisseurs nationaux ont proportionnellement acquis davantage d'obligations GSS que les investisseurs étrangers d'obligations classiques. Sur le marché italien, en revanche, les investisseurs étrangers européens achètent davantage d'obligations GSS que d'obligations classiques.

La part des obligations GSS allemandes, françaises et italiennes acquises par des fonds de pension et compagnies d'assurance est à peu près deux fois plus élevée que celle des obligations classiques correspondantes. À l'inverse, les fonds spéculatifs et les entités publiques sont responsables d'environ deux fois moins d'achats d'obligations GSS que d'obligations classiques (Graphique 3.14, partie B). Le constat fait au sujet des fonds de pension et des compagnies d'assurance diverge de ce qui ressort du Graphique 3.13, qui ne fait apparaître aucun écart significatif.

Graphique 3.14. Base des investisseurs en obligations GSS et classiques, par région et par type d'investisseur



Note : chaque type d'obligation GSS est apparié à une obligation classique du même pays et à échéance similaire, laquelle est choisie parmi les obligations émises par syndication depuis la première opération nationale d'émission d'obligations GSS. En Italie, il s'agit des Buono del Tesoro Poliennale (BTP) et, en France, des Obligations assimilables au Trésor (OAT). Des moyennes pondérées par pays et par taille d'émission sont utilisées. « Autres EP » signifie autres entités publiques.

Source : (Agence France Trésor, 2023^[5]) (République fédérale d'Allemagne, 2023^[6] ; Direction du Trésor italien, 2023^[7]), calculs de l'OCDE.

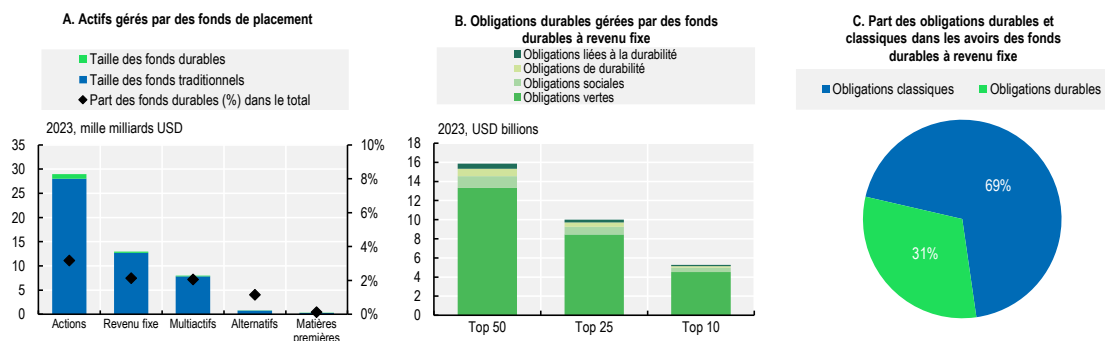
3.2.4. Fonds de placement durable

Dans le prolongement de la section 3.2.3, consacrée aux investisseurs en obligations durables, il s'agit ici d'éclairer le rôle que ces obligations jouent dans la composition et la stratégie des fonds dits ESG et

climatiques, en accordant une attention particulière aux fonds à capital variable et aux fonds indiciels cotés (ETF).

Indépendamment de la variabilité du concept de placement durable selon les pays et dans le temps, on observe une forte croissance du volume total des actifs contrôlés par des investisseurs professionnels qui se fondent sur des facteurs de risque ESG et climatiques pour constituer et gérer leur portefeuille (OCDE, 2022^[8]). Or, comme illustré dans la partie A du Graphique 3.15 ci-dessous, les fonds à capital variable et les ETF (regroupés sous l'appellation « fonds de placement » pour les besoins du présent chapitre) qui sont considérés comme « durables » ne représentent toujours qu'une petite fraction du secteur des fonds de placement.

Graphique 3.15. Comparaison des actifs gérés par des fonds traditionnels et des fonds considérés comme durables



Note : dans la partie A, il n'est rendu compte que de cinq des neuf catégories Morningstar fondées sur les classes d'actifs gérés : fonds d'actions, fonds à revenu fixe, fonds multiactifs, fonds alternatifs et fonds de matières premières. Voir l'Annexe 3.A pour une description détaillée de ces catégories. Valeurs calculées en janvier 2024.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, Morningstar Direct, LSEG.

Les fonds de placement qui s'autodéclarent durables en intégrant des termes comme « ESG », « climatique » ou « durable » dans leur appellation occupent une place modeste dans le paysage de l'investissement durable (voir l'Annexe 3.A pour de plus amples détails méthodologiques). Ils appartiennent à cinq catégories distinctes de fonds — fonds d'actions, fonds à revenu fixe, fonds multiactifs, fonds alternatifs et fonds de matières premières — et représentaient 1 400 milliards USD en janvier 2024, soit 2.8 % du total mondial des actifs gérés par des fonds de placement (Graphique 3.15, partie A).

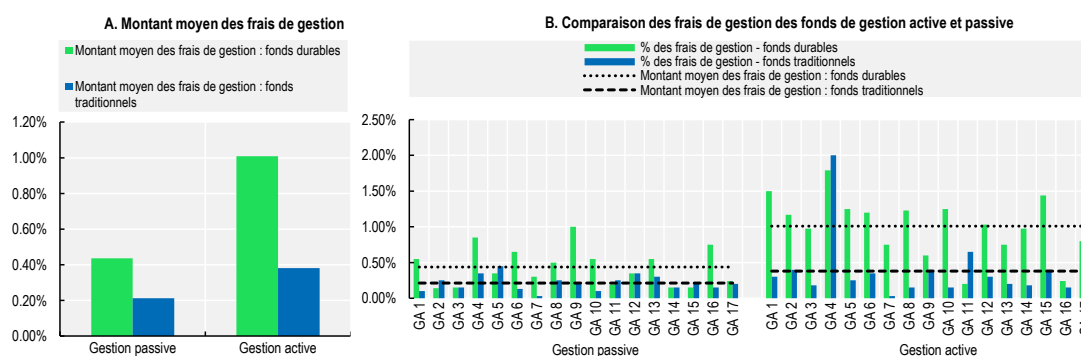
Si l'on considère spécifiquement la composition des 50 principaux fonds durables à revenu fixe (c'est-à-dire les fonds durables dont l'essentiel du portefeuille est composé d'actifs à revenu fixe), on constate que les obligations durables ne représentent que 31 % de la valeur des obligations (Graphique 3.15, partie C ; voir l'Annexe 3.A pour le détail des calculs). Ces obligations durables sont pour la plupart des obligations GSS (en particulier des obligations vertes, qui représentent 84 % du total). Quant aux placements dans les obligations liées à la durabilité, ils restent rares (Graphique 3.15, partie B).

Il existe au moins deux explications possibles à cette faible présence des obligations durables dans le portefeuille des fonds à revenu fixe. La première est que des gestionnaires d'actifs, considérant – ainsi qu'ils y sont tenus – les risques qui pèsent sur le portefeuille, le rendement financier et les répercussions de leurs décisions de placement sur la société et l'environnement, préfèrent acheter des obligations classiques émises par des entités qui appliquent de bonnes pratiques en lien avec la durabilité, plutôt que des obligations durables. Autrement dit, l'examen attentif, par les gestionnaires d'actifs, des prospectus d'obligation durable ne les convainc pas que l'opération aura les effets escomptés en termes de durabilité sur les processus décisionnels de l'émetteur. La deuxième cause possible de la faible présence des

obligations durables dans le portefeuille des fonds à revenu fixe est plus négative : des gestionnaires d'actifs auraient la possibilité de qualifier leur fonds à revenu fixe de « durable » sans avoir nécessairement à considérer l'impact environnemental et social de leurs placements. Si cette deuxième explication est la bonne, alors la faible part des obligations durables dans les actifs gérés serait le signe que le secteur des fonds de placement pratique l'écoblanchiment.

On peut penser que ce qui incite le plus des gestionnaires d'actifs à « écoblanchir » leur fonds est la possibilité de pratiquer des tarifs plus élevés au simple motif que le terme « durable » ou « ESG » figure dans leur appellation. D'après une analyse, réalisée par l'OCDE, des frais de gestion appliqués par les fonds de placement à revenu fixe, il y a lieu de penser que des fonds durables facturent des frais annuels en moyenne plus élevés que les fonds traditionnels, qu'il s'agisse de fonds à gestion passive ou active (Graphique 3.16, partie A).

Graphique 3.16. Frais fixes de gestion des fonds à revenu fixe durables et traditionnels



Note : ne sont pris en considération dans la partie B que les frais facturés par les gestionnaires d'au moins un fonds de gestion active et un fonds de gestion passive relevant des catégories de fonds durables et traditionnels. Valeurs calculées en janvier 2024.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, Morningstard Direct.

La partie B du Graphique 3.16 donne une vision plus fine de la situation en présentant l'analyse des frais fixes facturés par les 17 principaux gestionnaires d'actifs chargés d'au moins un fonds de gestion active et un fonds de gestion passive de type durable et traditionnel. En se focalisant sur ces gestionnaires d'actifs, on réduit certainement les biais susceptibles d'être présents dans la partie A de ce même graphique, dus, par exemple, à la gestion d'un volume d'actifs plus important dans les régions caractérisées par des frais de gestion plus élevés. Il ressort toutefois de la partie B que les gestionnaires d'actifs appliquent des frais fixes en moyenne plus élevés dans le cas des fonds durables, qu'il s'agisse de fonds de gestion active ou passive. Ainsi, les frais de gestion des fonds de gestion active s'élèvent à 1,00 % lorsqu'il s'agit de fonds durables, et à 0,38 % lorsqu'il s'agit de fonds traditionnels. Dans le cas des fonds de gestion passive, ils se situent à 0,44 % lorsqu'il s'agit de fonds durables, ce qui représente plus du double du taux appliqué dans les fonds traditionnels (0,21 %).

3.2.5. Normes et taxonomies

Comme exposé dans la section 3.2, les obligations durables constituent une innovation récente des marchés des titres d'emprunt. Il va donc de soi que très peu de pays et territoires disposent pour l'instant d'un cadre réglementaire et professionnel régissant les obligations durables (en font partie la Chine et le Japon). Deux normes internationales complémentaires sont fréquemment utilisées pour déterminer le caractère durable d'une obligation ; elles ont été élaborées par deux institutions du secteur privé : l'International Capital Market Association (ICMA) et la Climate Bonds Initiative (CBI) (voir le Graphique 3.17). Le comité exécutif de l'ICMA se compose de 24 organisations qui représentent à parts

égales les investisseurs, les emprunteurs et les souscripteurs (ICMA, 2020^[9]). Le comité de direction de la CBI réunit pour sa part des associations représentant les investisseurs institutionnels et des organisations non gouvernementales de défense de l'environnement (CBI, 2023^[10]).

L'ICMA a publié une première édition de ses Principes applicables aux obligations vertes en 2014 et, plus récemment, les Principes applicables aux obligations sociales, les Lignes directrices applicables aux obligations durables ainsi que les Principes applicables aux obligations liées à au développement durable (les trois premières séries de principes constituent les Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, et l'ensemble les « principes de l'ICMA ») (ICMA, 2023^[11]). Les Principes de l'ICMA applicables au développement durable reposent sur cinq préceptes :

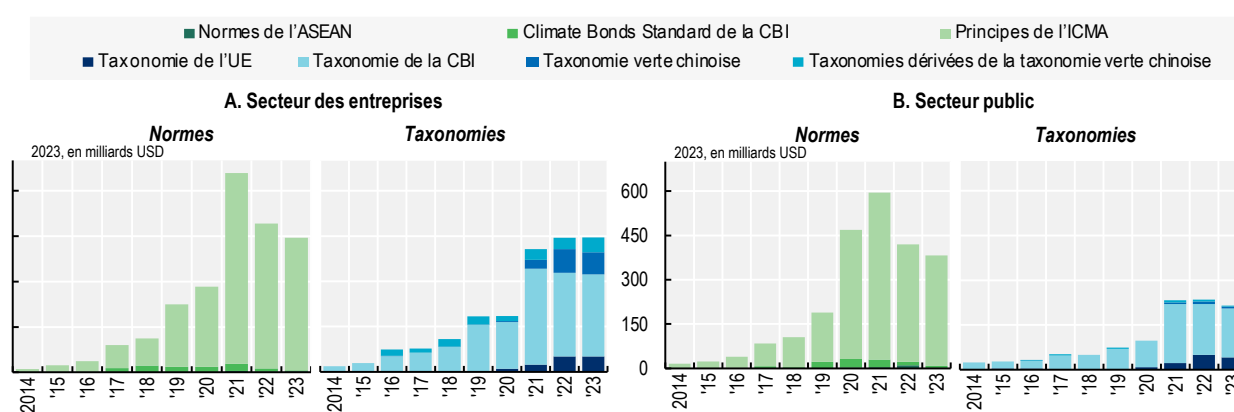
1. l'émetteur est tenu de sélectionner des KPI qui présentent un intérêt pour la conduite de ses politiques centrales en faveur du développement durable, qui sont mesurables et quantifiables, qui peuvent être vérifiés par une entité extérieure et qui peuvent faire l'objet de comparaisons ;
2. les KPI visés devraient être ambitieux et reposer sur un calendrier fixé avant l'émission obligataire ou en parallèle ;
3. il devrait être stipulé dans le contrat obligataire que ses caractéristiques financières et/ou structurelles (par exemple, le coupon) varieront selon que les KPI visés auront ou non été atteints ;
4. l'émetteur devrait, au moins une fois par an, rendre compte de certains KPI et communiquer aux investisseurs tout renseignement utile pour contrôler le niveau d'ambition des KPI visés ; et
5. l'émetteur devrait produire une attestation garantissant le bilan de certains KPI.
6. Les Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit reposent sur quatre préceptes :
7. le produit de l'obligation doit servir à financer des projets éligibles décrits comme il convient dans la documentation légale de l'emprunt ;
8. l'émetteur est tenu d'exposer la manière dont il procède pour déterminer si un projet est éligible ou non ;
9. il convient de suivre la trace du produit net de l'émission pour confirmer que les fonds ont bien été investis dans des projets éligibles ; et
10. l'émetteur devrait rendre compte une fois par an de l'usage réservé aux fonds levés, jusqu'à ce qu'ils aient été intégralement affectés, et fournir une description succincte des projets mis au point et des effets escomptés.

Il est intéressant de constater qu'en vertu des Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, les émetteurs ont la possibilité d'affecter le produit au refinancement de projets éligibles, auquel cas il leur est toutefois recommandé d'indiquer une estimation des parts consacrées au financement et au refinancement. Dans les principes de l'ICMA, il est recommandé que les émetteurs désignent un intervenant extérieur (appelé « évaluateur indépendant ») chargé de vérifier la conformité d'une obligation durable avec les principes applicables en amont, puis de contrôler l'affectation des fonds à la suite de l'émission. Cela dit, rien n'empêche les émetteurs de se déclarer en conformité sans avoir procédé à ces vérifications.

La CBI a publié la première édition de sa norme régissant les obligations climatiques (*Climate Bonds Standard*, CBS) en 2012. Les dernières versions de cette norme traitent des obligations vertes avec engagement d'affectation du produit et des obligations liées à la durabilité et des KPI assorties de KPI liés au climat (CBI, 2023^[12]). La plus récente, qui repose sur les principes de l'ICMA, contient des recommandations sur la manière d'apporter l'assurance de la conformité d'une obligation durable avant et après l'émission. La CBI agréee les entreprises capables d'apporter l'assurance que leur obligation durable satisfait à la norme CBS. De même, elle certifie la conformité d'obligations durables avec les exigences de sa norme, sur réception d'un dossier contenant l'assurance de cette conformité délivrée par un intervenant agréé.

Il est important de souligner que les catégories de projets verts et sociaux éligibles qui sont énumérées dans les principes de l'ICMA — et dans d'autres normes calquées sur ce cadre — sont très générales et que cette liste n'a qu'une valeur indicative et n'est pas exhaustive. En général, les émetteurs se rapportent à des taxonomies des activités durables élaborées par des tiers ou à leur propre système de classification des projets éligibles. Les taxonomies classent les activités économiques de la même manière que les nomenclatures utilisées pour les besoins des statistiques économiques nationales et du commerce international (par exemple, la Classification internationale type, par industrie, de toutes les branches d'activité économique), mais servent aussi à définir s'il s'agit d'activités durables (et, parfois, à en établir le niveau de durabilité). Pour les activités qui, par définition, ne sont pas nécessairement qualifiables de durables, la taxonomie fixe normalement un niveau de performance environnementale ou sociale au-dessus duquel il y a lieu de les considérer comme durables (par exemple, construction d'un bâtiment écocertifié selon un référentiel donné).

Graphique 3.17. Émission d'obligations durables fondées sur différentes normes et taxonomies



Note : Les valeurs affichées correspondent au montant total des obligations durables émises dans le respect ou sur la base de différentes normes et taxonomies (d'après les déclarations des émetteurs). Une obligation durable donnée peut respecter/suivre une ou plusieurs normes ou taxonomies.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Nombre de taxonomies d'activités durables ont vu le jour à l'échelle nationale et internationale à la faveur d'initiatives portées par les pouvoirs publics et le marché, par exemple : l'édition 2021 du catalogue des projets validés pour un financement par des obligations vertes (*Green Bond Endorsed Project Catalogue*, désigné par l'appellation « taxonomie verte chinoise » dans le graphique ci-dessus), établi par la banque centrale et l'autorité des marchés financiers en Chine (Banque populaire de Chine, 2021^[13]) et la taxonomie des obligations climatiques élaborée par la CBI (CBI, 2021^[14]). On notera que ces taxonomies sont généralement applicables dans le secteur des entreprises et le secteur public, indépendamment des différences qui existent entre leurs activités. Alors que la taxonomie des obligations climatiques proposée par la CBI est la plus utilisée (voir le Graphique 3.17 ci-dessus), la mieux connue est probablement celle de l'Union européenne (Règlement UE 2020/852). Cette dernière traite essentiellement de six objectifs environnementaux : l'atténuation du changement climatique ; l'adaptation au changement climatique ; l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines ; la transition vers une économie circulaire ; la prévention et le contrôle de la pollution ; et la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes. Pour qu'une activité économique soit considérée comme durable sur le plan environnemental, elle doit contribuer de manière substantielle à la réalisation d'au moins l'un de ces objectifs sans causer de préjudice important aux autres, dans le respect des garanties minimales liées aux questions sociales et au domaine de la gouvernance (par exemple, satisfaire aux Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises). L'Union européenne fait également partie des membres fondateurs de la Plateforme internationale sur la finance

durable (IPSF, 2023^[15]), dont l'un des objectifs est d'améliorer l'interopérabilité et la comparabilité de la taxonomie européenne et des taxonomies d'autres pays et territoires.

Le recours accru aux nouvelles taxonomies d'activités durables des institutions régionales et nationales soulève potentiellement trois problèmes. Premièrement, les possibilités de comparer des obligations durables peuvent se trouver réduites dès lors que ces instruments reposent sur des taxonomies fondamentalement différentes. Deuxièmement, il est possible que les taxonomies axées sur les besoins du secteur des entreprises ne soient pas faciles d'emploi pour les entités du secteur public. Troisièmement, des groupes d'intérêts sectoriels peuvent réussir à obtenir que leurs activités apparaissent dans une taxonomie nationale ou régionale sans que les éléments de preuve scientifiques et les objectifs plus larges de l'action publique aient été pleinement pris en compte. Il y a donc lieu de saluer les initiatives prises pour améliorer l'interopérabilité et la comparabilité des taxonomies régionales ou nationales, telles que celle engagée sous la houlette de la Plateforme internationale sur la finance durable.

3.3. Principaux enjeux

3.3.1. Incitations des investisseurs

Selon toute vraisemblance, une obligation durable sera préférée à une obligation classique aux caractéristiques similaires dans trois cas de figure : premièrement, quand les investisseurs particuliers et la clientèle des investisseurs institutionnels s'inquiètent des répercussions environnementales et sociales de leurs placements ou qu'ils sont poussés par d'autres acteurs à se montrer préoccupés par la question ; deuxièmement, quand les détenteurs de portefeuilles diversifiés s'interrogent sur les conséquences possibles que les externalités des entreprises destinataires de leurs placements auront sur leur rendement financier à long terme ; et troisièmement, quand une politique publique est en place, qui incite à investir dans les obligations durables.

Des investisseurs et acteurs soucieux de la durabilité

Les investisseurs particuliers peuvent acheter des obligations auprès d'une société de courtage. Bien souvent, ils n'ont certainement ni les compétences ni le temps nécessaires pour étudier en détail la documentation légale de l'obligation et l'activité de l'émetteur. De la même façon qu'un investisseur consulte les scores attribués par les agences de notation pour déterminer le profil de risque d'une obligation, un investisseur soucieux de la durabilité optera certainement pour un titre qui porte la mention « durable », considérant qu'il aura un impact social et environnemental plus bénéfique qu'une obligation classique.

Bien souvent, les particuliers passent par un investisseur professionnel, comme un gestionnaire d'actifs ou un fonds de pension, pour réaliser des placements sur les marchés financiers. À cet effet, ils choisissent généralement parmi plusieurs instruments de placement qui confèrent aux gestionnaires un degré de discrétion variable pour la sélection des actifs constitutifs du portefeuille. Ainsi, le règlement d'un instrument peut limiter l'éventail des catégories d'actifs dans lequel le gestionnaire est autorisé à acheter et, depuis peu, certains promettent la prise en compte de la dimension environnementale et sociale dans les décisions de placement. Comme indiqué dans la section 3.2.4, les fonds de placement qui s'autodéclarent « durables » représentaient, 1 300 milliards USD en janvier 2024, soit 2.8 % du total mondial des actifs gérés par des fonds de placement.

La nature précise des obligations auxquelles les gestionnaires d'actifs et autres investisseurs professionnels doivent satisfaire lorsqu'ils choisissent les obligations dans lesquelles investir dépendra en grande partie des termes du contrat signé avec leurs clients. Dans certains cas, il leur faut simplement suivre un indice d'obligations durables, ce qui les place dans l'impossibilité d'acheter des titres classiques. Le plus souvent, toutefois, l'obligation de prendre en considération à la fois le rendement financier et

l'incidence du placement en termes de durabilité ne signifie pas nécessairement que les gestionnaires d'actifs peuvent uniquement acheter des obligations durables pour leurs portefeuilles à revenu fixe. Par exemple, l'achat d'obligations classiques émises par une entreprise au bilan social et environnemental favorable peut parfaitement aller dans le sens des objectifs de durabilité assignés aux gestionnaires d'actifs. Il est néanmoins indéniable que certains sont attirés par la mention « durable » pour de pures raisons de conformité.

De façon moins directe, les compagnies d'assurance, les banques et les administrations centrales peuvent décider d'investir dans des obligations durables par souci de leur réputation ou en réaction à des pressions extérieures. Ainsi, des compagnies d'assurance placent une partie de leurs réserves dans des obligations durables pour pouvoir s'afficher comme des établissements « soucieux de la durabilité » et, ce faisant, attirer peut-être une plus grande clientèle, sans pour autant proposer de produit dit « durable ». De même, les banques dont le portefeuille de prêt fait la part belle aux gros pollueurs peuvent, sous l'effet du lobbying de la société civile, voir leur réputation ternie auprès de la partie de leur clientèle et de leur personnel sensible à la question écologique. Un exemple en est le rapport ci-après, dont il n'est pas nécessaire d'exposer le contenu, son titre étant suffisamment éloquent : « *Lethal Investments: The Health Consequences of Cash Flows into Coal – how major global banks are financing some of the deadliest coal plants in the US* » (« Placements létaux : les conséquences sanitaires des injections de liquidités dans le charbon, ou comment les plus grandes banques mondiales financent des centrales à charbon parmi les plus nocives des États-Unis ») (Sierra Club, 2023^[16]).

Les organisations de la société civile font également pression sur les États et les banques centrales pour qu'elles considèrent les questions de durabilité dans leurs décisions de placement, au motif que les citoyens et citoyennes sont *de facto* les bénéficiaires finals des avoirs publics. Les banques centrales, qui sont généralement les principales entités du secteur public détentrices de titres, achètent des obligations (en particulier, souveraines) pour deux raisons essentielles : (i) dans le cadre d'un programme d'achat d'actifs (par exemple, à des fins d'assouplissement quantitatif) ; (ii) pour se constituer des réserves en devises. Il est établi que la composition des avoirs des États varie selon qu'il s'agit d'obligations classiques ou durables (voir le Graphique 3.13). De plus, une minorité de banques centrales ont des objectifs de durabilité définis dans leur mandat (Dikau et Ulrich, 2021^[17]). C'est le cas de la BCE (Banque centrale européenne, 2022^[18]). Cela peut découler d'un intérêt pour l'impact environnemental et social du portefeuille, mais aussi de la volonté de donner aux investisseurs institutionnels un exemple à suivre en matière de politiques et de pratiques en faveur de la durabilité³.

Il ressort des informations librement accessibles que la plupart des banques centrales des pays membres du G7 n'ont pas pour habitude d'acheter des obligations durables dans le cadre de leurs programmes d'achat d'actifs (analyse de l'OCDE réalisée à l'aide des informations disponibles sur le site web des banques centrales). Vu l'ampleur des avoirs en obligations détenus par les banques centrales (environ 14 000 milliards USD dans les pays membres du G7 en 2023), l'absence des plus importantes d'entre elles sur le marché des obligations durables est pour beaucoup dans les disparités observées entre leur base d'investisseurs et celle des obligations classiques. Au niveau des pays du G7, la seule banque centrale qui a accumulé un stock non négligeable d'obligations durables est l'Eurosystème, dont les achats d'obligations durables, d'entreprise et souveraines confondues, n'ont cessé de croître entre 2018 et 2022 (Elderson et Schnabel, 2023^[19]). La plupart des banques centrales ont cependant mis fin à leurs programmes d'achat d'actifs et ont entrepris de réduire la taille de leur bilan, depuis le début du cycle de durcissement de la politique monétaire, en 2021 et 2022.

Gestion de portefeuille

Même si les conséquences sociales et environnementales des activités des entreprises dans lesquelles il investit ne l'intéressent guère, un investisseur pourra, grâce aux obligations durables, obtenir un rendement maximal pour un niveau de risque donné. Cela se vérifie dans deux cas de figure :

premièrement, lorsque l'investisseur souhaite que l'entreprise en question adopte une nouvelle stratégie qui prenne mieux en compte les tendances environnementales et sociales de long terme, comme le changement climatique, de façon à maximiser la valeur de l'entreprise ; deuxièmement, lorsque l'investisseur souhaite que l'entreprise réduise ses externalités négatives (ou renforce celles qui sont positives) malgré un risque de perte de valeur, le but étant que les autres sociétés du portefeuille en tirent un avantage encore plus important. Par exemple, la réduction des émissions de GES d'une grande société du secteur de l'énergie faciliterait la transition vers une économie bas carbone, ce qui bénéficierait les sociétés du portefeuille qui interviennent dans le secteur du tourisme et disposent d'actifs dans des régions tropicales.

Dans les deux cas, le point le plus important à retenir de ce chapitre est que la souscription d'obligations durables peut, au moins potentiellement, peser sur les décisions des entreprises d'une manière plus efficace que l'achat d'actions ordinaires. Par exemple, les investisseurs sont probablement plus à même d'influer sur la stratégie d'une entreprise en souscrivant des obligations liées à la durabilité qui sont assorties d'objectifs ambitieux de réduction des émissions de GES et prévoient le versement d'un coupon plus élevé en cas de non-réalisation qu'en acquérant une participation minoritaire dans son capital.

Politiques publiques

Des pays et territoires ont mis en place des dispositifs incitatifs de nature réglementaire et financière pour encourager les placements dans les obligations durables, à savoir les obligations ouvrant droit à des crédits d'impôt, les obligations subventionnées et les obligations ouvrant droit à des exonérations d'impôt (CBI, 2022^[20]). Les obligations ouvrant droit à un crédit d'impôt offrent aux acquéreurs la possibilité de bénéficier de cet avantage en lieu et place du traditionnel versement d'intérêts. Les obligations subventionnées donnent lieu à un abondement public destiné à compenser le paiement du montant net des intérêts. Les obligations ouvrant droit à des exonérations d'impôt permettent aux investisseurs de pas payer d'impôt sur le revenu au titre des intérêts, comme celles émises par des municipalités aux États-Unis ou pour financer des projets de parc éolien au Brésil.

Par ailleurs, certaines banques centrales encouragent les placements durables aux fins de la réalisation des objectifs climatiques, généralement par la voie de mesures favorables aux obligations durables (Banque centrale européenne, 2022^[18]). Il peut s'agir d'abaisser les niveaux d'exigence de fonds propres ou d'appliquer un traitement préférentiel aux placements durables dans le calcul de la pondération des risques, de façon à renforcer l'attractivité potentielle de ces placements pour les établissements financiers.

Si les banques détiennent des obligations, c'est notamment pour satisfaire aux exigences qui leur sont imposées en matière d'actifs liquides et pour gérer leurs liquidités de court terme. Dans les deux cas, les obligations leur servent de garanties dans les opérations de mise en pension qu'elles réalisent avec d'autres établissements privés, la banque centrale ou l'office de gestion de la dette. Les banques sont donc fortement incitées à détenir des titres éligibles remplissant les conditions requises pour qu'elles puissent s'acquitter de leurs obligations en matière d'actifs liquides et les utiliser pour leurs opérations de mise en pension. Une analyse des obligations durables souveraines et d'entreprise utilisables dans les opérations de pension révèle qu'elles sont les plus nombreuses en Europe, ce qui explique certainement pourquoi les banques européennes détiennent 84 % des avoirs bancaires en obligations durables connus en juillet 2023 (LSEG, calculs de l'OCDE). Plus précisément, sur les 41 obligations durables souveraines éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 38 le sont dans des pays européens (32 auprès de la BCE, quatre au Royaume-Uni et deux en Hongrie)⁴ ; sur les 823 obligations durables d'entreprise éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 750 le sont auprès de la BCE⁵ et sur les 501 obligations durables émises par des organismes ou par des entités supranationales qui sont éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 463 le sont dans des pays européens (457 auprès de la BCE, quatre en Suède et deux en Suisse)⁶.

Codes de conduite

Aux termes des *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE* nouvellement modifiés, les codes de conduite sont susceptibles, en complément des dispositifs réglementaires, de favoriser la participation des investisseurs institutionnels à la vie des sociétés dans lesquelles ils investissent (principe III.A). En effet, ils font une place grandissante à la dimension de la durabilité dans les politiques des investisseurs institutionnels en matière de participation et de vote.

Le code de conduite en vigueur au Japon dispose qu'il incombe aux investisseurs institutionnels de faire croître la valeur des entreprises dans lesquelles ils investissent et de rendre leur croissance plus durable, sur la base des critères ESG (Financial Services Agency, 2020^[21]). Pareillement, le code de conduite adopté au Brésil préconise, en troisième principe, que les investisseurs institutionnels intègrent des critères ESG dans leurs procédures de placement et en étudient soigneusement les conséquences sur le développement durable des émetteurs (Associação de Investidores no Mercado de Capitais, 2016^[22]).

Selon le code de conduite britannique, une bonne gestion consiste à chercher à accroître le rendement des placements à long terme au bénéfice de l'environnement et de la société. Il y est également fait le constat que les placements dans d'autres titres que les actions cotées sont en forte hausse. C'est pourquoi ce code de conduite énonce les attentes en matière de communication d'informations concernant les placements à revenu fixe, telles que l'examen des prospectus et documents de transaction (Financial Reporting Council, 2020^[23]).

En revanche, les codes de conduite ne contiennent pas de recommandation traitant spécifiquement des placements dans les obligations durables. Ainsi, aucun des principaux codes de conduite qui existent actuellement n'insiste sur le fait qu'il importe que les investisseurs s'interrogent sur le caractère ambitieux des objectifs de performance qui accompagnent les obligations liées à la durabilité. Celles-ci laissent espérer la concordance de l'intérêt des investisseurs pour la durabilité avec l'impact environnemental et sociétal des entreprises émettrices. Cela dit, une obligation liée à la durabilité assortie d'objectifs non ambitieux constitue de fait une obligation au sens classique du terme puisqu'elle ne modifie en rien le cap des décisions prises à la tête de l'entreprise émettrice.

3.3.2. Incitations à l'intention des émetteurs

L'expansion du marché des obligations durables traduit peut-être une tendance des investisseurs à s'intéresser davantage à des aspects relevant de la conduite durable et responsable des entreprises, cet intérêt agissant comme une incitation à investir dans ce type d'actifs. Il n'est toutefois pas facile de déterminer si des motivations économiques attirent les émetteurs vers ces actifs négociés avec une prime, prime définie, dans le cas des obligations durables, comme une prime verte (*greenium*). Sont présentés dans la partie qui suit de la présente section une vue d'ensemble des ouvrages publiés sur cette notion ainsi que les résultats d'une analyse conduite par l'OCDE.

Le terme « *greenium* » ou « prime verte » fait référence à l'écart de rendement entre une obligation classique et une obligation verte présentant des caractéristiques similaires (Bolton et al., 2022^[24]). Sur le fond, l'existence d'une « prime verte » suppose que l'investisseur accepte un rendement inférieur lorsqu'il investit dans un « actif vert » à celui qu'il aurait été prêt à accepter pour investir dans un actif classique équivalent, en conséquence de quoi l'émetteur peut obtenir des fonds à moindre coût. Cette différenciation se concrétise sur le marché primaire par un prix d'émission plus élevé pour une obligation verte que pour une obligation classique. L'existence d'une « prime verte » sur les marchés secondaires impliquerait qu'une obligation verte soit négociée à un prix supérieur – ou qu'elle offre un rendement inférieur – à celui d'une obligation classique présentant des caractéristiques similaires, ce qui laisserait supposer qu'un investisseur soucieux de l'environnement est prêt à accepter un rendement plus faible en contrepartie de la possibilité qui lui serait donnée de contribuer au financement d'une solution plus verte.

Ouvrages consacrés aux « primes vertes » sur les marchés obligataires

Dans les études antérieures, plusieurs méthodologies et variables clés ont été utilisées pour mettre en évidence l'existence éventuelle d'une prime verte ; les résultats obtenus ont été variables et pas toujours cohérents. Il ressort des conclusions de ces études que si les résultats concernant l'existence d'une prime verte sur le marché primaire varient, ils paraissent plus convergents dans les études principalement consacrées au marché secondaire (MacAskill et al., 2021^[25]).

Si l'on considère une première vague de publications, on constate que les données sur l'existence d'une prime verte qui y sont présentées offrent un tableau contrasté. Hinsche (Hinsche, 2021^[26]) a mené à bien ses études en employant des méthodes et des échantillons différents pour vérifier l'existence d'une prime verte et il a mis en évidence l'existence d'une prime négative pour les obligations vertes Next Generation EU émises par la Commission européenne. Zerbib (Zerbib, 2019^[27]) s'est attaché à évaluer l'influence des préoccupations environnementales sur les prix des obligations à l'aide d'une méthode d'appariement, puis en recourant à un modèle d'analyse de régression en deux étapes pour comparer les écarts de rendement entre obligations vertes et obligations classiques sur le marché secondaire. Sur un échantillon couvrant la période allant de juillet 2013 à décembre 2017, une prime marginale négative de 2 points de base a été mise en évidence, principalement pour les sociétés financières et les obligations mal notées. Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]) font état de plusieurs conclusions essentielles. Dans un premier temps, ils observent que la prime verte, s'il y en a une, n'apparaît pas immédiatement dans les données. Malgré une tentative solidement étayée pour la mettre en évidence à partir d'un échantillon de 63 paires d'obligations émises par la même entité, libellées dans la même monnaie et avec la même échéance (moins d'un an), leurs efforts se sont révélés infructueux. Leur seconde tentative, fondée sur une comparaison d'« obligations jumelles » (à échéance identique) émises par des pays de l'UE, leur a permis de déceler une prime verte statistiquement significative, bien que modeste, se situant dans une fourchette comprise entre zéro et un nombre à un seul chiffre de points de base (Bolton et al., 2022^[24]). Les données relatives au marché des obligations vertes émises par des collectivités territoriales aux Etats-Unis donnent à penser que la prime verte n'est que le produit d'une évolution plus récente. Il ressort d'un passage en revue d'un vaste ensemble de données sur les obligations émises par des collectivités territoriales américaines que, globalement, la courbe de rendement des obligations vertes se situe systématiquement en-dessous de celle des obligations classiques (Karpf et Mandel, 2018^[28]). Enfin, Ando et al. (Ando et al., 2022^[29]) ont mis en évidence une prime verte moyenne de 3.7 points de base pour les obligations d'État libellées en EUR, et de près de 30 points de base pour les obligations d'État libellées en USD.

En revanche, Ehlers et Packer (Ehlers et Packer, 2017^[30]) ne font pas apparaître la moindre prime de prix dans leur analyse du marché secondaire alors même qu'ils en ont décelé une pour les obligations vertes sur le marché primaire. Tang et Zhang (Tang et Zhang, 2018^[31]) n'ont eux non plus montré aucune prime de prix dans leur analyse de l'écart de rendement entre des obligations émises par une même société émettrice au cours d'une même année. Néanmoins, en travaillant sur un échantillon plus important, ils ont observé que les obligations vertes avaient été émises avec un écart de rendement inférieur de 6.94 points de base à celui des autres obligations émises par des entreprises similaires. Une étude conduite récemment par Doronzo et al. (Doronzo, Siracusa et Antonelli, 2021^[32]) visait à comparer les prix des obligations en France, en Belgique, en Irlande et aux Pays-Bas. Les résultats de cette étude ont montré que les rendements des obligations vertes souveraines étaient presque identiques à ceux des obligations d'État classiques, ce qui est cohérent avec les conclusions présentées précédemment pour les obligations vertes émises par des entreprises et des collectivités territoriales. Les conclusions présentées dans un autre document (ESMA, 2023^[33]) ne confirment pas l'existence d'un avantage, en termes de prix, uniforme ou commun à toutes les catégories d'obligations durables. En outre, l'étude révèle que les primes de prix encaissées par certains émetteurs peuvent être attribuées à leurs caractéristiques propres plutôt qu'à leurs engagements contractuels en matière de durabilité.

Ces conclusions mitigées donnent à penser que s'il existe bien une prime verte qui a des effets incitatifs sur les émetteurs d'obligations durables, elle est généralement minime – sauf peut-être dans certains pays très exposés aux effets du changement climatique, de la transition et des risques matériels (Bolton et al., 2022^[24]).

Analyse d'une prime pour les obligations durables

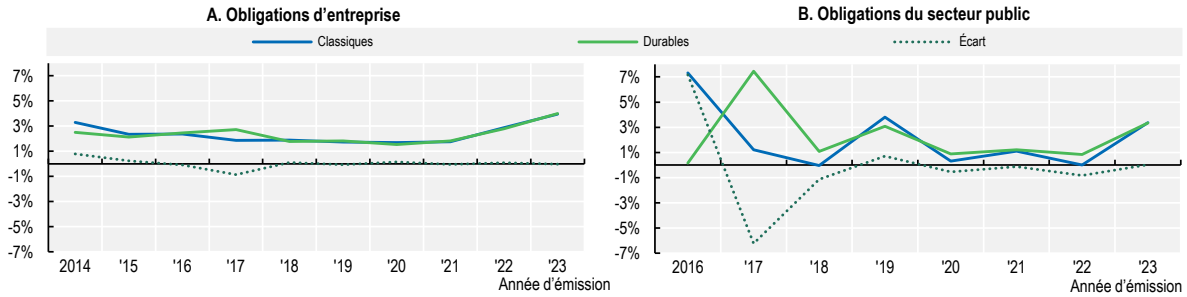
Les résultats obtenus à l'issue d'une analyse de données d'observation qui sont présentés dans ce rapport convergent avec ceux trouvés dans les publications. La prime pour une obligation classée dans la catégorie « durable » n'est pas statistiquement significative et peut dépendre de plusieurs variables qui ne sont pas totalement liées à la nature intrinsèque des obligations. Il a été possible, en utilisant un échantillon de données se composant de 69 718 obligations d'entreprise et de 63 022 obligations du secteur public, dont respectivement 5 563 et 270 étaient des obligations durables, et en suivant la méthodologie décrite dans Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]), d'obtenir deux ensembles d'obligations présentant une correspondance quasi-exacte pour les deux catégories : 1 736 obligations d'entreprise appariées et 72 obligations du secteur public appariées (voir Annexe 3.B pour en savoir plus sur les statistiques descriptives et la méthodologie complète). Dans ces deux ensembles, chaque obligation durable est comparée à une obligation classique pour les sept variables suivantes : émetteur, monnaie, date d'émission, année d'échéance, coupon, catégorie de coupon (obligation à taux fixe ou variable) et catégorie de titre (adossé à un actif, indexé sur l'inflation, etc.).

Il est essentiel de comparer des obligations durables et classiques émises par la même entité car les différences entre émetteurs peuvent exercer une influence sur les caractéristiques des obligations durables dont les effets ne sont pas immédiatement observables. Le principal résultat de ces travaux empiriques consistant à appliquer un critère et un modèle de régression linéaire simple a été qu'aucune preuve statistiquement significative de l'existence d'une prime n'a été trouvée, prime dont l'expression concrète aurait été, en l'espèce, l'effet, sur le rendement à l'échéance, de la qualification de l'obligation considérée comme « durable ». En ce qui concerne les obligations du secteur public, les résultats doivent toutefois être interprétés avec circonspection compte tenu du nombre limité d'observations.

Lorsqu'on s'intéresse à l'écart de rendement à l'échéance entre des obligations durables et des obligations classiques correspondantes, les tendances observées ne font pas apparaître de différences particulières, ni constantes (Graphique 3.18), mais elles font en revanche ressortir une tendance commune, pour ce qui est de la différence de rendement, d'environ 1 et 3 points de base respectivement (0.01 % pour les obligations du secteur public, - 0.03 % pour les obligations d'entreprise). Ces différences, si elles existent, ne sont ni statistiquement significatives, ni cohérentes. Par ailleurs, au vu de la prime moyenne calculée en fonction de la monnaie et du domicile de l'émetteur, non seulement l'absence constante de « prime de durabilité » est confirmée, mais on s'aperçoit en outre qu'il n'y a pas de tendance commune potentielle (Graphique 3.20).

Si l'on considère les moyennes, pour le secteur public, au cours de la période 2016-19, la prime de durabilité de 145 points de base (- 1.45 %) donne à penser que les obligations durables ont offert un rendement sensiblement inférieur à celui des obligations classiques. À l'inverse, sur la période 2020-23, les obligations durables ont produit un rendement supérieur en moyenne d'un point de base (0.102 %) à celui des obligations classiques. Dans le secteur des obligations d'entreprise, la prime a même été plus faible. Sur la période 2014-18, les obligations durables d'entreprise ont produit un rendement supérieur de 6 points de base (0.06 %) en moyenne à celui des obligations classiques comparables. Cette différence a été ramenée à 4 points de base (0.038 %) sur la période 2019-23, ce qui dénote une tendance à la parité des rendements entre obligations durables et classiques.

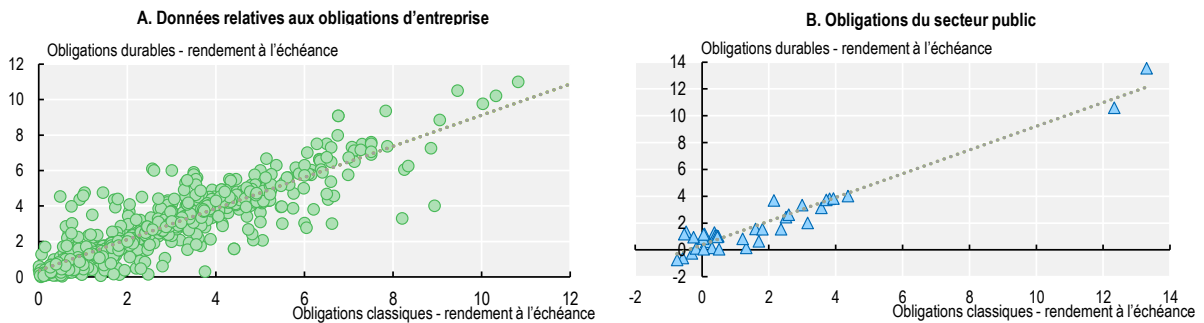
Graphique 3.18. Écart moyen de rendement à l'échéance entre obligations classiques et obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes



Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie, et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

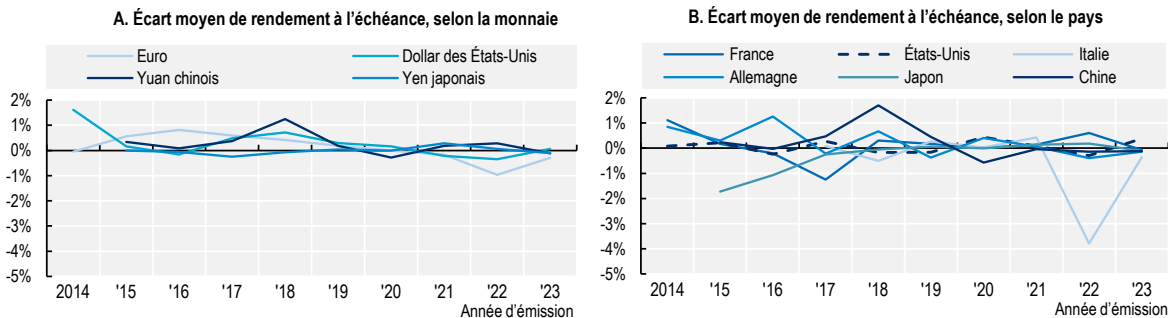
Graphique 3.19. Rendement à l'échéance des obligations classiques et des obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes, 2014-23



Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Graphique 3.20. Écart moyen de rendement à l'échéance entre obligations classiques et obligations durables



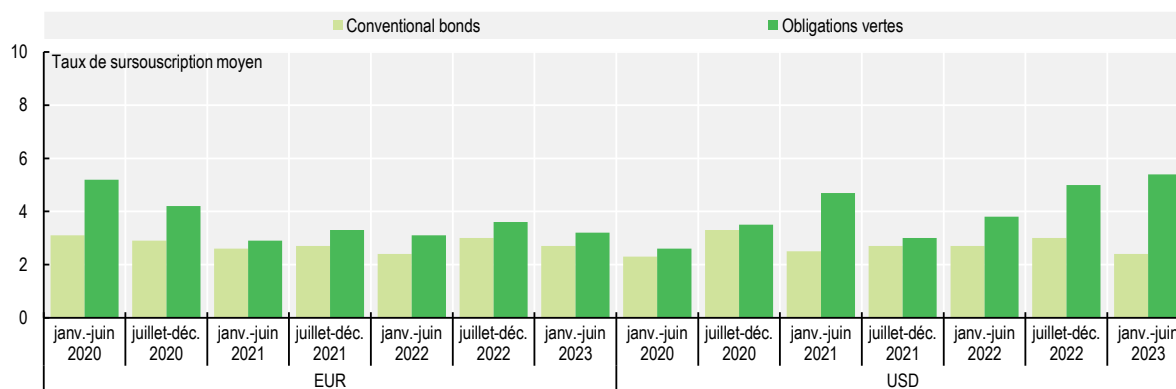
Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Tendances observées en ce concerne la sursouscription

Lorsque l'on considère les émissions massives d'obligations vertes qui ont été réalisées en EUR et en USD au cours des trois dernières années, on observe de manière régulière des taux de sursouscription (à savoir le total des ordres reçus en excédent de la valeur de l'émission) en moyenne légèrement plus élevés que pour les obligations classiques. Les taux de sursouscription varient entre 2.6 et 5.4 pour les obligations vertes, et entre 2.3 et 3.3 pour les obligations classiques (Graphique 3.21).

Graphique 3.21. Taux de sursouscription moyen dans le cas d'obligations vertes et d'obligations classiques équivalentes



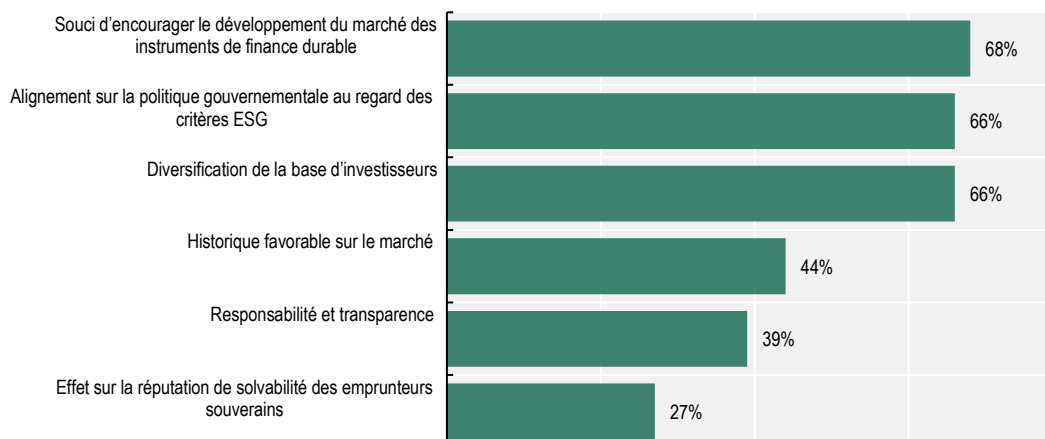
Source : Climate Bond Initiative, (CBI, 2023^[34]).

Prise en compte des facteurs de durabilité dans la gestion de la dette publique

D'après une enquête réalisée en 2022 auprès de membres de l'OCDE et de pays candidats à l'adhésion (OCDE, 2023^[35]), les administrations centrales prennent en considération les facteurs de durabilité dans le cadre de leurs activités de gestion de la dette, à savoir notamment l'émission d'obligations durables, et ce, pour de nombreuses raisons (Graphique 3.22). Les motivations les plus fréquentes, mentionnées par approximativement les deux tiers de ces pays, sont la volonté de favoriser le développement du marché des instruments de financement durable, de faire en sorte que les activités de gestion de la dette soient en phase avec la politique gouvernementale au regard des critères ESG et de diversifier la base d'investisseurs pour la dette souveraine. Les autres motivations sont notamment le souci d'améliorer la reddition de comptes et la transparence des initiatives des pouvoirs publics en matière de développement durable et de climat et d'améliorer la réputation de solvabilité des emprunteurs souverains.

A contrario, il est intéressant de noter que les pays renoncent souvent à émettre des obligations durables afin de réduire le plus possible les coûts de financement faute de pouvoir observer qu'ils peuvent raisonnablement compter sur une prime verte lorsqu'ils recourent à des emprunts obligataires durables. De plus, parmi les principales motivations fréquemment mentionnées, une seule (la diversification de la base d'investisseurs) est directement liée à la gestion de la dette alors que toutes les autres relèvent principalement du souci de favoriser le développement durable grâce à l'expansion des marchés financiers, à l'amélioration de la transparence ou à un accompagnement de la politique gouvernementale en matière de durabilité.

Graphique 3.22. Motifs incitant les pays de l'OCDE et les pays candidats à l'adhésion à prendre en considération les facteurs de durabilité dans le cadre de leurs activités de gestion de la dette



Source : OCDE (2022) et Enquête auprès des pays candidats à l'adhésion sur les évolutions observées sur les marchés primaires (OCDE, 2023^[35])

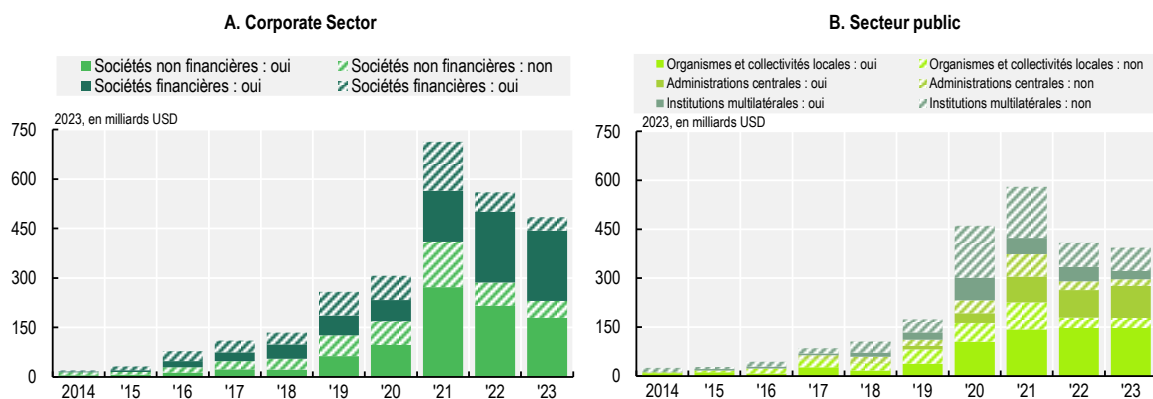
3.3.3. Prestataires de services

Comme pour tout emprunt obligataire, l'émetteur doit généralement faire appel à un chef de file, qui est responsable de l'émission des obligations durables. Un mandataire indépendant peut être nommé pour représenter les intérêts des détenteurs d'obligations. Entre autres activités, les chefs de file peuvent se charger de prendre contact avec les investisseurs potentiels, remplir les obligations de dépôt documentaire et veiller à ce que l'émission soit conforme aux exigences réglementaires. Des mandataires sont généralement désignés lorsque les obligations vont être proposées à un grand nombre d'investisseurs, auquel cas les investisseurs individuels risquent de ne pas être incités à s'assurer que l'émetteur a rempli toutes ses obligations.

Dans les cas où il y a à la fois des souscripteurs et des mandataires, rien ne prouve que leurs commissions soient plus élevées dans le cas d'obligations durables que dans le cas d'obligations classiques. Dans l'analyse de l'OCDE présentée dans la section 3.3.4 ci-après, il est question de deux cas dans lesquels des sociétés non financières émettent chacune à la fois des obligations liées à la durabilité et des obligations classiques. Dans ces deux cas, la commission du souscripteur a été légèrement plus faible pour l'émission d'obligations liées à la durabilité que pour l'émission d'obligations classiques. C'est pourtant un résultat inattendu car, toutes choses égales par ailleurs, les souscripteurs et les mandataires ont, pour les obligations durables, un champ d'analyse plus vaste à couvrir et de ce fait, une responsabilité éventuelle à assumer dans l'émission. Il arrive par exemple qu'ils soient amenés à évaluer si une obligation durable peut effectivement être considérée comme telle, et un mandataire peut être contractuellement tenu de vérifier si l'émetteur s'est conformé à ses obligations en matière de communication d'informations sur l'affectation du produit dans le cas d'obligations GSS. Les prestataires de services peuvent décider d'alourdir la facture au motif que le périmètre de leurs activités est plus vaste, de même que leur responsabilité potentielle, mais au moins dans les prospectus analysés aux fins du présent chapitre (voir description de l'échantillon dans la section 3.3.4), les souscripteurs font souvent figurer un avertissement indiquant qu'il existe un risque que l'obligation durable ne soit pas considérée comme un « titre de financement durable » selon la réglementation applicable à l'investisseur. En outre, il semble qu'une pratique relativement courante consiste à indiquer que l'« évaluation indépendante » ne figure pas, pour référence, dans le prospectus, ce qui peut signifier, concrètement, que le souscripteur n'est pas responsable si celle-ci n'est pas exacte.

Ce qui représente clairement un coût supplémentaire dans le cas d'une émission d'obligations durables, par comparaison avec une émission d'obligations classiques, c'est la pratique de marché consistant à fournir une évaluation indépendante visant à déterminer si le contrat obligataire est conforme à une norme spécifique relative aux obligations durables (la plus commune étant les principes de l'ICMA, comme mentionné dans la section 3.2.5) et/ou à une taxonomie des activités durables. Dans les principes de l'ICMA, pour que les émetteurs puissent revendiquer la conformité à la norme, une évaluation indépendante est recommandée, mais elle n'est pas obligatoire.

Graphique 3.23. Émission d'obligations durables avec (sans) recours à un prestataire indépendant



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

L'émission d'obligations durables donne de plus en plus souvent lieu à la délivrance d'une assurance par un prestataire indépendant. Si en 2019, il était fait appel à un prestataire indépendant pour 47 % des émissions d'obligations durables d'entreprise, ce chiffre a atteint 81 % en 2023. Le secteur public a également fait appel à des prestataires indépendants pour ses emprunts obligataires. En 2023, les émissions de respectivement 83 % et 82 % des obligations durables émises par des organismes publics et collectivités locales et par des administrations centrales avaient donné lieu à l'intervention de prestataires indépendants. Les institutions multilatérales, en revanche, ont moins fréquemment fait appel à des prestataires indépendants pour l'émission d'emprunts obligataires durables puisqu'elles ne l'ont fait que pour 26 % seulement des obligations durables qu'elles ont émises en 2023 (Graphique 3.23). À l'échelle mondiale, les prestataires de services qui ont produit le plus grand nombre d'évaluations indépendantes sont notamment des entreprises appartenant à des groupes réputés pour leurs indices et leurs activités de notation de crédit et de conseil de vote. Les cabinets d'audit ne s'y essaient que dans une moindre mesure.

Certains des prestataires qui fournissent des évaluations indépendantes et d'autres prestataires de services proposent des examens d'assurance qualité portant sur d'autres aspects des obligations durables avant et après l'émission. L'*assurance qualité avant l'émission* peut recouvrir, par exemple, un passage en revue des processus suivis pour statuer sur l'éligibilité des projets ou pour établir une estimation de l'impact social ou environnemental des projets qui seront financés par l'émission. L'*assurance qualité après l'émission* peut recouvrir par exemple une évaluation de l'impact effectif des projets financés par l'émission d'obligations GSS ou un examen de la performance de l'émetteur au regard des indicateurs clés de performance choisis pour un emprunt obligataire lié à la durabilité. Comme indiqué dans la section 3.2.5, une assurance qualité après l'émission portant sur la performance au regard d'indicateurs clés est une condition qui, si elle est remplie, autorise l'émetteur à revendiquer légitimement la conformité aux principes de l'ICMA applicables aux obligations liées au développement durable.

Les prestataires de services qui proposent des évaluations indépendantes ainsi que des examens d'assurance qualité avant et après l'émission s'appuient sur certaines normes pour orienter la conduite de ces exercices. Ces normes sont par exemple la Norme internationale relative aux missions d'assurance (ISAE) 3000 dans le cas de missions d'assurance autres que les vérifications ou les examens d'informations historiques, norme établie par le Conseil des normes internationales d'audit et d'assurance (organisation qui s'applique actuellement à élaborer la Norme internationale d'assurance en matière de durabilité 5000). S'agissant plus précisément des obligations durables, il existe également la norme de la CBI régissant les obligations climatiques (Climate Bonds Standard) et les Lignes directrices de l'ICMA applicables aux examens, par un vérificateur externe, des émissions d'obligations vertes, sociales et de durabilité.

Les mêmes conflits d'intérêts qui existent dans le cas d'auditeurs externes et d'agences de notation financière existent également pour les prestataires fournissant des évaluations indépendantes et d'autres services d'assurance qualité délivrés à l'occasion de l'émission d'obligations durables. Les émetteurs peuvent choisir les mêmes prestataires de services pour plusieurs émissions d'obligations, étant entendu que leur prestation relève de l'intérêt général. Si la plupart des auditeurs externes et certaines agences de notation sont soumis à une réglementation et à une surveillance, les prestataires fournissant des évaluations indépendantes et d'autres services d'assurance qualité délivrés à l'occasion de l'émission d'obligations durables ne font pas l'objet – à quelques exceptions près – de la même attention.

Dans le cadre approuvé au titre de la norme européenne sur les obligations vertes, toutes les obligations vertes devront faire l'objet d'un examen, par un prestataire de services externe, portant sur leur conformité à la norme et sur l'alignement des projets éligibles sur la taxonomie des activités durables de l'UE (Commission européenne, 2023^[36]). Il est à noter que les entreprises produisant ces évaluations indépendantes devront être enregistrées auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et supervisées par elle. De même, il est prévu, dans le cadre de la Climate Bonds Initiative, d'agréer les prestataires d'assurance qualité pour les obligations durables à l'issue d'un examen permettant de déterminer s'ils suivent les lignes directrices sur les meilleures pratiques concernant l'éthique, l'indépendance, la gestion des conflits d'intérêts, la compétence, la documentation et les contrôles qualité (CBI, 2023^[34]).

3.3.4. Contrats

Il y a au moins deux explications au fait que les obligations durables ne bénéficient pas systématiquement d'une prime au titre de leur « durabilité » comme le montre l'analyse présentée dans la section 3.3.2. Premièrement, les investisseurs peuvent ne pas accorder, dans les éléments qu'ils prennent en considération, un rang prioritaire à l'impact social et environnemental de leurs investissements, et certains points essentiels soulevés dans la section 3.3.1 peuvent laisser penser que cette hypothèse peut être avérée pour certains investisseurs institutionnels. Deuxièmement, il se peut que, même s'ils le font, les acteurs du marché aient encore besoin d'améliorer la conception des contrats relatifs à des emprunts obligataires durables pour répondre à leurs attentes.

Une analyse menée sur un échantillon de 120 obligations durables émises entre 2017 et 2022 peut apporter un éclairage nouveau sur les pratiques de marché en ce qui concerne la conception des contrats obligataires. L'échantillon se compose des 60 plus grosses émissions et de 60 émissions choisies de manière aléatoire dont les prospectus sont facilement accessibles en anglais dans les bases de données financières ; ces émissions appartiennent aux catégories suivantes : obligations GSS émises par des sociétés financières (23) ; obligations GSS émises par des sociétés non financières (24) ; obligations liées à la durabilité émises par des sociétés financières (18) ; obligations liées à la durabilité émises par des sociétés non financières (28) ; obligations GSS émises par des entités du secteur public (23) ; obligations liées à la durabilité émises par des entités du secteur public (4). L'échantillon inclut des émetteurs de pays et territoires tels que l'Afrique du Sud, l'Australie, les Bermudes, le Brésil, le Canada, le Chili, la Chine, les

États-Unis, la France, Hong Kong (Chine), le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Nouvelle-Zélande et l'Uruguay. Il inclut également des institutions multilatérales comme la Banque africaine de développement et l'Union européenne.

S'agissant de l'« affectation du produit » de l'émission dans le cas des obligations GSS figurant dans l'échantillon, trois points méritent d'être soulevés : la possibilité d'un refinancement ; l'existence de pénalités contractuelles ; et l'engagement à fournir une attestation annuelle d'affectation du produit.

Comme autorisé par les principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, les deux tiers (65 %) des prospectus établis pour des émissions GSS mentionnent que le refinancement de projets éligibles existants par le produit de l'émission est autorisé, mais, contrairement à ce qui est préconisé dans les principes susmentionnés, ils ne contiennent pas d'estimation des parts respectives du financement et du refinancement. Il est à noter qu'aucun prospectus de l'échantillon ne mentionne expressément que le produit de l'émission ne pourra pas être affecté à une opération de refinancement. La possibilité de refinancer un actif éligible peut dissuader l'émetteur de le vendre, et comme cet actif existe déjà, il n'y a pas de nouvel investissement. De fait, dans certaines circonstances, il peut même se révéler préjudiciable, pour la société, d'inciter une entreprise ayant accès au marché des obligations durables à conserver un actif au lieu de le céder à une autre entreprise qui pourrait être en mesure de l'exploiter de manière plus efficace, mais n'a pas facilement accès aux marchés financiers (par exemple si la première entreprise citée est une société cotée alors que la seconde ne l'est pas).

Aucun prospectus d'obligations GSS de l'échantillon ne mentionne non plus l'application d'une pénalité contractuelle dans le cas où l'émetteur n'utiliserait pas l'intégralité du produit pour financer ou refinancer des projets éligibles. Le prospectus d'une grande émission lancée par une société non financière indique même que 70 % du produit sera investi dans des projets verts éligibles, mais que le solde sera utilisé pour financer le fonds de roulement de l'émetteur. Pour 37 % des émissions obligataires, le prospectus précise que le non-respect de l'engagement d'affecter le produit de l'émission à des projets éligibles ne peut être considéré comme un motif de non-rémunération de l'obligation GSS. Bien entendu, cela ne signifie pas que les émetteurs peuvent simplement ignorer leur obligation d'affecter le produit de l'émission conformément à ce qui est prévu dans le contrat obligataire. Par ailleurs, constat symptomatique du peu d'importance qu'elles ont aux yeux des acteurs du marché, il arrive que certains prospectus ne mentionnent pas les pénalités qui sont pourtant de fait prévues par le contrat obligataire. Néanmoins, laisser comme seul recours aux investisseurs une action en justice visant à obtenir des dommages-intérêts ne permet peut-être pas de leur offrir une sécurité suffisante dans certains pays et territoires, d'autant que le préjudice réel peut se révéler difficile à évaluer en pareil cas.

Toujours en ce qui concerne les obligations GSS de l'échantillon, la moitié seulement des prospectus précise que l'émetteur fournira une attestation annuelle d'« affectation du produit ». Dans deux cas, il est prévu que l'attestation d'« affectation du produit » sera publiée tous les trimestres. Si le prestataire de l'attestation choisi est très qualifié et véritablement indépendant de l'émetteur, l'information pourrait être valable pour les investisseurs. Dans un nombre plus réduit de prospectus (35 %), il est indiqué que l'émetteur doit fournir une attestation annuelle – et dans deux cas, une attestation trimestrielle – portant sur l'impact des projets financés par l'émission d'obligations GSS (21 émissions sur 60).

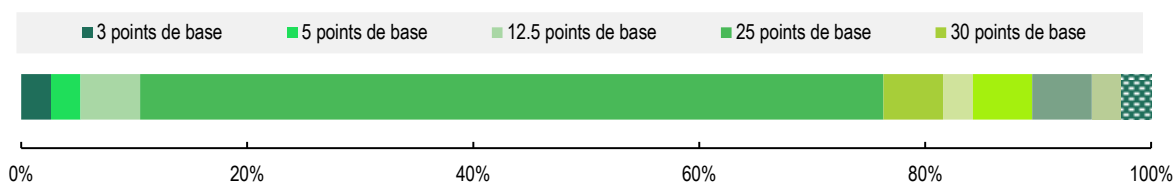
S'agissant des obligations liées à la durabilité de l'échantillon, deux points méritent d'être soulevés : les conséquences d'un non-respect des objectifs de performance en matière de durabilité ; et l'engagement à produire un rapport sur les performances au regard des indicateurs clés de performance relatifs aux objectifs.

Tous les émetteurs de l'échantillon, à l'exception de trois, doivent faire face à la même conséquence s'ils ne parviennent pas à atteindre l'(les) objectif(s) de performance en matière de durabilité fixé(s) dans le contrat obligataire : une hausse du taux du coupon annuel à compter de la date fixée à l'avance pour la réalisation de l'objectif (Graphique 3.24). Cette hausse varie entre 5 points de base (soit 0.05 % par an) et 85 points de base (soit 0.85 % par an). Dans 42 % des cas, elle s'établit à 25 points de base. Dans trois

cas seulement d'emprunts obligataires émis par des sociétés non financières, la « pénalité » pour non-respect de l'objectif prend la forme d'un versement exceptionnel équivalent à 10, 20 ou 25 points de base. Les fonds doivent alors soit être versés à des organisations de défense de l'environnement éligibles ou des administrations locales, soit être utilisés pour acheter des crédits d'émission de carbone et pour financer des projets verts (et non être versés aux porteurs comme pour toutes les autres obligations liées à la durabilité).

Il est intéressant de noter que pour près de la moitié (42 %) des obligations liées à la durabilité de l'échantillon, un seul objectif de performance en matière de durabilité avait été fixé. Dans le cas de cinq émissions d'obligations d'entreprise liées à la durabilité, trois objectifs, et pour toutes les autres émissions, deux objectifs de performance en matière de durabilité avaient été fixés, notamment pour les deux émissions obligataires liées à la durabilité de l'échantillon lancées par des administrations centrales. Concernant les obligations liées à la durabilité, il apparaît que la pénalité pour non-respect de chaque objectif est de 12.5 points de base au Chili ; en Uruguay, une majoration de 15 points de base (à savoir une pénalité) pour non-respect de chaque objectif, et inversement une minoration de 15 points de base (à savoir une prime) pour chaque objectif atteint est appliquée. Pour les 26 émissions d'obligations liées à la durabilité de l'échantillon, le rendement à l'échéance varie de 0 % à 13.84 %, la médiane s'établissant à 5.36 %.

Graphique 3.24. Hausse maximum du taux du coupon attaché à des obligations liées à la durabilité



Source : prospectus des obligations liées à la durabilité, analyses et calculs de l'OCDE.

Dans près de la moitié (46 %) des prospectus d'obligations d'entreprise liées à la durabilité de l'échantillon et pour deux des quatre emprunts obligataires liés à la durabilité émis par le secteur public, un rapport sur la performance au regard des indicateurs clés de performance relatifs aux objectifs est présenté chaque année aux investisseurs. En ce qui concerne les autres émissions d'obligations d'entreprise liées à la durabilité de l'échantillon, soit un tel rapport ne doit être présenté qu'une fois que les objectifs sont censés avoir été atteints, soit le prospectus ne mentionne pas d'engagement à publier un rapport de performance. Dans le cas de deux émissions d'obligations souveraines liées à la durabilité de l'échantillon, la fréquence des rapports n'est pas annuelle pour tous les indicateurs clés de performance car, comme expliqué dans les prospectus, les évaluations dépendent d'une collecte de données onéreuse (recueil d'images satellites, etc.). La communication annuelle d'informations sur les performances est effectivement une exigence posée dans les principes de l'ICMA applicables aux obligations liées à au développement durable pour des raisons légitimes évidentes. Dans certains cas, la promesse est également faite qu'il sera fait appel à un prestataire de services pour garantir la qualité des rapports mentionnés. Si la tenue des comptes et l'obligation d'information sur les performances de l'émetteur au regard d'indicateurs clés de performance pertinents peut se révéler coûteuse, la communication des rapports correspondants à un rythme annuel – et non uniquement lorsque l'objectif est censé avoir été atteint – peut être importante pour les investisseurs. Il en est ainsi par exemple si les objectifs sont ambitieux et si les pénalités prédéfinies ont leur importance pour le rendement de l'émission car les investisseurs peuvent prendre en compte la possibilité de percevoir un coupon plus élevé une fois que le prix de l'obligation liée à la durabilité aura été établi.

Lors de toute émission d'obligations souveraines, les investisseurs doivent avoir conscience qu'il peut se révéler difficile pour eux d'obtenir ou de faire exécuter des décisions prises par des tribunaux étrangers à

l'encontre d'États souverains. Tout particulièrement dans le cas d'obligations liées à la durabilité, il peut même être compliqué pour les investisseurs d'obtenir, auprès de l'institution judiciaire de l'émetteur souverain, le paiement de la majoration du coupon due si un objectif de performance en matière de durabilité n'a pas été atteint. L'existence d'un contrat obligataire n'est pas toujours considérée comme une raison suffisante pour limiter le pouvoir des élus de légiférer et de définir des politiques publiques différentes de celles envisagées au moment de l'émission obligataire. Bien entendu, une modification du contrat obligataire portant sur des obligations liées à la durabilité, ou la décision de ne pas verser la majoration du coupon due contractuellement, risque d'être préjudiciable à la réputation de l'émetteur souverain auprès des investisseurs, ce qui peut suffire pour le dissuader de ne pas se conformer à ses engagements. Néanmoins, cette incertitude juridique et politique peut expliquer pourquoi, comme indiqué dans la section 3.2, les emprunts obligataires liés à la durabilité sont beaucoup moins intéressants pour des émetteurs souverains que pour des entreprises.

3.3.5. Effet de l'émission d'emprunts obligataires durables souverains sur le marché

La présente section propose une analyse visant à déterminer si l'émission d'emprunts obligataires durables souverains a favorisé l'essor du marché des obligations durables d'entreprise. Elle porte principalement sur les obligations vertes, qui constituent le type d'obligations le plus fréquemment utilisé par les émetteurs souverains (OCDE, 2023^[35]), et sur le secteur des sociétés non financières en raison du fait que les obligations vertes émises par des sociétés financières sont différentes dans leur conception étant donné que le produit de l'émission est utilisé pour financer des prêts verts, et non des projets verts. En conséquence, les obligations d'État vertes sont plus facilement comparables aux obligations émises par des sociétés non financières et, partant, on peut affirmer qu'elles peuvent davantage bénéficier des retombées des émissions de titres d'État.

Les marchés de titres rassemblent une masse d'émetteurs qui ont besoin de financements, des investisseurs qui cherchent à investir leur épargne et des intermédiaires qui assurent le lien entre les uns et les autres. La rencontre se déroule dans un environnement juridique et réglementaire qui a pour objet de faciliter la découverte des prix et de garantir la propriété des titres et le règlement des transactions. Un marché qui fonctionne bien permet aux investisseurs et aux émetteurs d'échanger leurs titres moyennant de faibles coûts de transaction et en ayant l'assurance de réduire le plus possible le risque de contrepartie. Le développement des marchés obligataires a pris encore des années dans les pays de l'OCDE dans le sillage de l'élaboration de cadres de politiques budgétaire et monétaire crédibles, l'expansion des marchés des titres d'État, la mise au point de cadres juridiques et réglementaires sains et l'évolution du savoir-faire des intermédiaires intervenant sur les marchés. Si les obligations durables sont un instrument relativement nouveau, elles ont vu le jour pendant une période durant laquelle les marchés obligataires s'étaient déjà bien développés et elles ont largement bénéficié de la structure actuelle du marché mise en place pour les obligations classiques.

Les administrations centrales, qui sont généralement les plus gros émetteurs dans leurs pays ou territoires respectifs, ont joué un rôle important dans le développement des marchés obligataires. Elles ont vocation à être un prestataire prévisible et actif de titres pour un grand nombre de catégories de titres couvrant tout l'éventail des échéances, et à attirer une base d'investisseurs diversifiée vers le marché obligataire national. De plus, leurs émissions permettent aux acteurs du marché de se servir des rendements assurés par l'État comme d'un indicateur pour établir une courbe de rendement de référence correspondant au taux d'intérêt « sans risque de crédit ». Cette courbe est la principale référence pour la courbe globale de taux des obligations non souveraines, dont bénéficie grandement la découverte des prix.

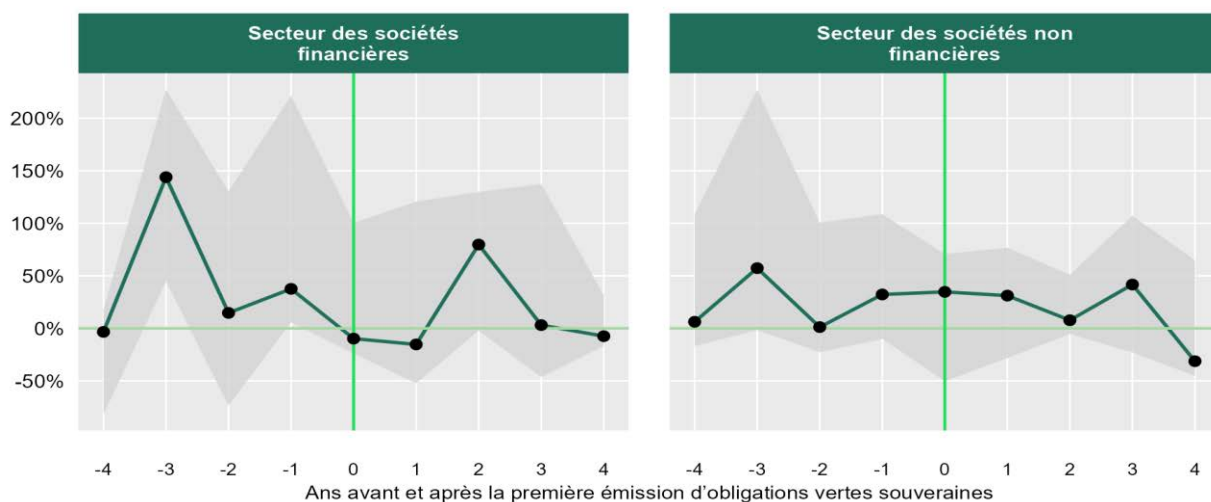
En émettant des obligations durables, de nombreux États se sont donné pour but de jouer le même rôle, pour encourager l'essor d'un marché des obligations durables, que celui qu'ils ont joué en faveur du développement du marché des obligations classiques (se reporter au Graphique 3.22). Dans le contexte du marché des obligations durables, cette action de soutien peut prendre la forme de l'établissement de

repères pour le cadre, l'affectation et les rapports d'impact, ainsi que d'initiatives de sensibilisation aux questions de durabilité.

L'ouverture d'un marché des obligations durables d'entreprise n'a été dans l'ensemble ni motivée, ni encouragée par des émissions de titres par des administrations centrales. Dans la plupart des cas, c'est le contraire qui s'est passé : pour ce qui est des emprunts obligataires durables, c'est le secteur public qui a rattrapé le secteur privé. Plus précisément, sur les 79 pays qui, en 2023, avaient recensé au moins une émission d'obligations durables d'entreprise, quatre seulement (la Hongrie, le Nigéria, la Pologne et le Togo) avaient émis, avant le secteur privé, des obligations durables sous l'égide de l'administration centrale. Même si l'on prend en compte uniquement les obligations vertes et le secteur non financier, l'émission de titres d'État a précédé l'émission d'obligations par des sociétés non financières dans cinq pays seulement, à savoir la Belgique, l'Irlande, la Hongrie, la Pologne et le Nigéria.

Concernant les effets des émissions de titres d'État sur les nouvelles émissions d'obligations d'entreprise, le Graphique 3.25 permet d'analyser l'évolution du taux de croissance du montant des émissions d'obligations vertes d'entreprise quatre ans avant et après la première émission d'obligations vertes souveraines. Deux observations peuvent être tirées de l'analyse. Premièrement, on n'observe un pic du montant des emprunts obligataires verts à peu près au moment de la première émission d'obligations souveraines uniquement dans le secteur des sociétés non financières. Deuxièmement, on ne décèle aucun effet durable manifeste de l'émission d'emprunts verts souverains sur l'essor des émissions d'obligations vertes d'entreprise ni dans le secteur des sociétés financières, ni dans celui des sociétés non financières ; en effet, l'année suivant celle de l'émission d'obligations souveraines, le taux de progression fléchit.

Graphique 3.25. Médiane et plage du taux de croissance annuel du montant des émissions d'obligations vertes



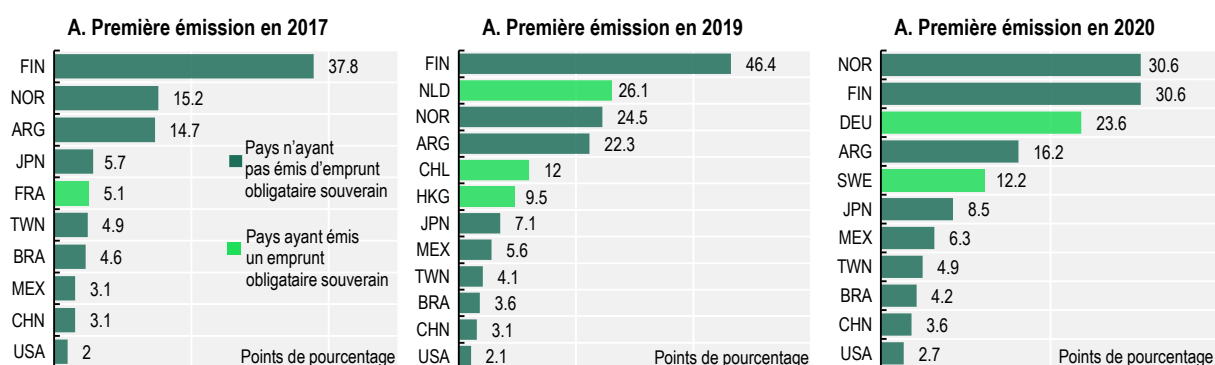
Note : ce graphique couvre tous les pays dans lesquels des émissions d'obligations d'entreprise et d'obligations souveraines ont eu lieu. La droite de régression fait référence au taux de croissance médian du montant des obligations vertes émises dans ces pays pendant les années précédant et suivant l'émission d'emprunts obligataires verts souverains. La zone grisée correspond à l'écart interquartile, à savoir l'écart entre le 25^e et le 75^e percentile des taux de croissance.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Pour compléter l'analyse proposée précédemment, Graphique 3.26 propose une comparaison du montant des émissions d'obligations vertes, en pourcentage du total des émissions obligataires de sociétés non financières, sur des marchés sur lesquels il y a eu des émissions d'emprunts obligataires verts souverains

et sur des marchés sur lesquels il n'y en a pas eu. Dans l'échantillon analysé, les pays et territoires ayant émis des obligations vertes souveraines avant 2023 se sont toujours situés dans la partie correspondant à la moitié supérieure du graphique. Il en ressort que le montant des émissions d'obligations vertes du secteur des sociétés non financières a augmenté plus nettement dans ces pays et territoires après l'année d'émission du premier emprunt obligataire souverain comparativement à la plupart des autres pays et territoires n'ayant jamais émis d'obligations vertes souveraines. Néanmoins, un petit nombre de pays et territoires (notamment la Finlande et la Norvège) n'ayant pas procédé à des émissions d'obligations vertes souveraines ont enregistré une expansion encore plus forte, ce qui donne à penser que l'émission d'emprunts obligataires verts souverains peut contribuer à dynamiser les émissions, mais qu'elle n'est pas une nécessité.

Graphique 3.26. Augmentation du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financières

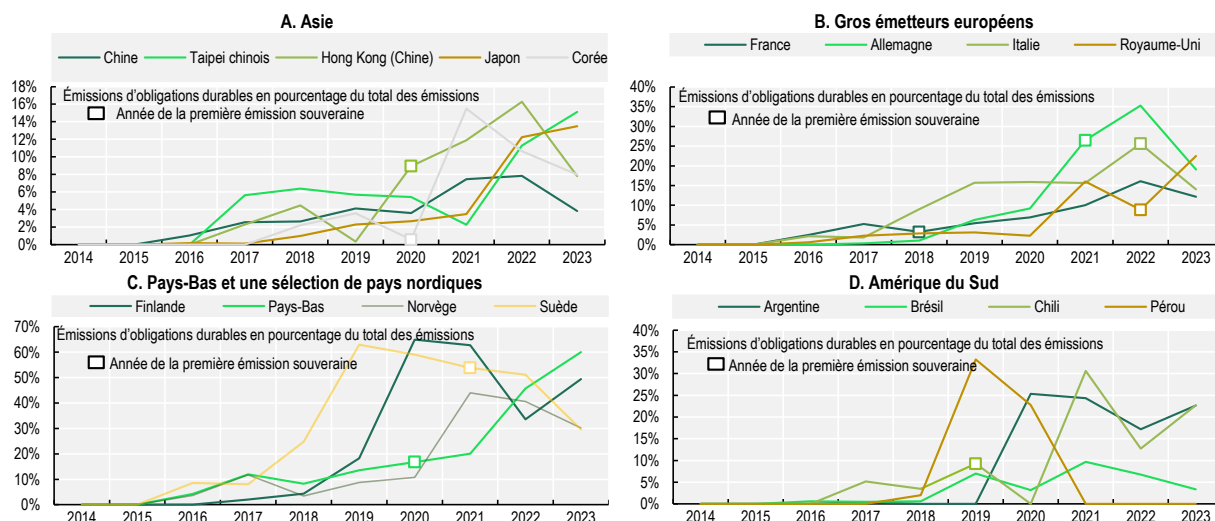


Note : l'année de référence pour chacun des schémas est l'année de la première émission d'une obligation verte par les emprunteurs souverains figurant dans le graphique. Ce schéma ne couvre qu'une sélection de 18 pays et territoires dans lesquels des émissions obligataires d'entreprises non financières ont eu lieu fréquemment, et, ce, afin d'éviter les valeurs aberrantes pour le montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires. Le Mexique a lancé sa première émission d'obligations durables en 2020 et l'Argentine et le Brésil en 2023. Cependant, aucun d'entre eux n'a émis d'obligations vertes.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Enfin, le Graphique 3.27 met en relief la tendance du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au total des émissions obligataires des sociétés non financières pour quatre ensembles de pays du même continent. Globalement, il fait ressortir qu'un grand nombre de pays et territoires ont effectivement enregistré une augmentation de ce rapport après la première émission d'obligations vertes souveraines, mais que cette progression est plus ou moins comparable à celles observées dans des pays n'ayant émis aucun emprunt obligataire vert souverain. En France par exemple, ce rapport n'a augmenté plus nettement qu'après 2020, soit trois ans après la première émission souveraine. Pendant la même période (entre 2017 et 2020), il a progressé davantage en Italie et au Royaume-Uni, bien que dans ces pays, l'État n'ait lancé qu'un seul emprunt obligataire souverain en 2021. De même en Suède, la plus forte hausse a été enregistrée entre 2017 et 2019, soit avant la première émission souveraine datant de 2020. Une augmentation comparable a été observée dans le pays voisin, la Finlande, bien que celle-ci n'ait jamais émis d'obligations vertes souveraines. Des tendances similaires peuvent être observées dans des pays et territoires d'Asie et d'Amérique du Sud enregistrant une forte expansion du marché des obligations durables d'entreprise même en l'absence d'émissions souveraines.

Graphique 3.27. Tendances du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financière dans une sélection de pays



Note : le Mexique a lancé sa première émission d'obligations durables en 2020 et l'Argentine et le Brésil en 2023. Cependant, aucun d'entre eux n'a émis d'obligations vertes.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

3.3.6. Liquidité

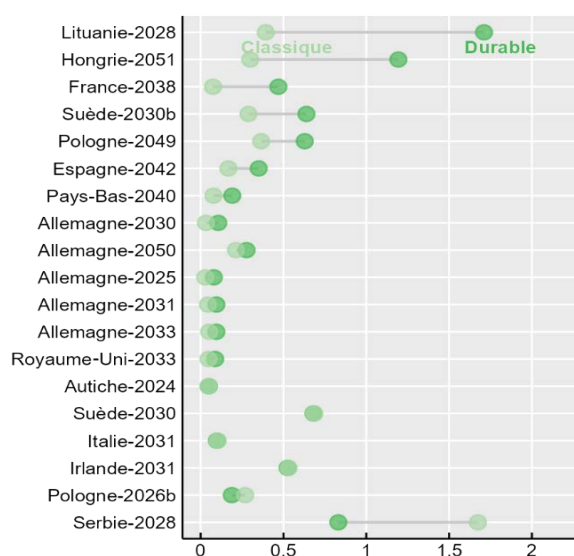
Bien que le marché des obligations durables puisse bénéficier de l'environnement juridique et réglementaire mis en place pour les obligations classiques ainsi que de l'expertise des émetteurs et intermédiaires, ces éléments ne peuvent en améliorer le développement que jusqu'à un certain point. En fin de compte, un marché ne peut fonctionner que dans la mesure où les émetteurs et les investisseurs réussissent à trouver une contrepartie pour échanger leurs titres, c'est-à-dire si les marchés sont liquides. La liquidité des marchés fait référence à l'impact que la négociation d'un actif a sur sa valeur. Plus la base d'émetteurs et d'investisseurs est large et profonde pour un actif, plus la probabilité est grande que les investisseurs le vendent et l'achètent sans que cela affecte de manière significative son prix sur le marché, ce qui réduit les coûts associés à l'entrée ou à la sortie d'une position de marché. Toutes choses égales par ailleurs, un cercle vertueux se met en place dans lequel plus les émetteurs et les investisseurs sont actifs sur le marché d'un titre, plus ce marché devient attractif pour d'autres investisseurs et d'autres émetteurs en raison des avantages que présente un marché liquide. Il est pour cette raison capital, pour le développement des marchés, d'avoir une base diversifiée d'investisseurs et d'émetteurs.

La présente section a pour objet d'évaluer la liquidité des marchés d'obligations durables en comparant l'écart entre les cours acheteur et vendeur pour un ensemble limité d'obligations durables et classiques appariées émises par le secteur public et par le secteur des entreprises. L'ensemble d'obligations est le même que dans l'analyse présentée dans la section 3.3.2, et l'appariement porte, entre autres variables, sur l'émetteur, la monnaie, la date d'échéance et l'année de l'échéance. L'écart entre les cours acheteur et vendeur fait référence à la différence entre le prix auquel les participants offrent d'acheter ou de vendre un titre ; c'est l'indicateur le plus utilisé de la liquidité du marché et celui qui apporte le plus d'informations sur les marchés obligataires (Fleming, 2002^[37]).

Le propose une comparaison de l'écart moyen hebdomadaire entre les cours acheteur et vendeur depuis l'émission entre des obligations durables et des obligations classiques émises par le secteur public. Il montre que, pour 14 des 19 obligations correspondantes, l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur est plus élevé dans le cas d'une obligation durable que dans celui d'une obligation classique

correspondante. Ce schéma a été observé dans de nombreux pays, dont l'Allemagne, l'Espagne, la France, la Hongrie, la Lituanie, les Pays-Bas, la Pologne, le Royaume-Uni et la Suède. Des exceptions ont été relevées en Pologne et en Serbie. Par ailleurs, cette tendance se retrouve également sur l'éventail des échéances qui s'échelonnent entre début 2025 et 2051. L'écart moyen était de 0.15 du prix offert/demandé, ce qui représente à peu près la moitié de l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur pour l'ensemble d'obligations classiques, et de 0.15 % d'une valeur nominale de 100 dans la monnaie dans laquelle est libellée l'obligation. Il y a lieu de noter que cette variation, au fil du temps, de l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur des obligations appariées manifeste une tendance persistante à avoir un écart entre les cours acheteur et vendeur légèrement plus marqué pour les obligations durables (voir Graphique d'annexe 3.C.2. , pour des données de séries chronologiques concernant spécifiquement les obligations).

Graphique 3.28. Écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations durables et d'obligations classiques correspondantes du secteur public

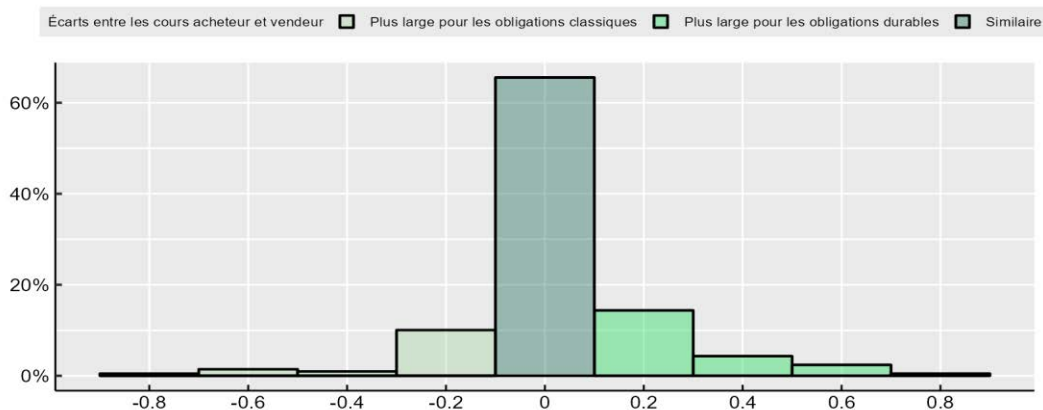


Note : le graphique fait apparaître la différence dans les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations ayant une valeur nominale de 100.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

En ce qui concerne les obligations d'entreprise, on observe également une légère tendance dénotant un écart plus faible entre les cours acheteur et vendeur dans le cas d'obligations classiques que dans celui d'obligations durables appariées. Le Graphique 3.29 illustre la distribution des variations moyennes d'écarts entre les cours acheteur et vendeur pour 214 paires d'obligations d'entreprises durables et classiques. Cet ensemble de paires englobe des entreprises de divers continents et secteurs et des titres à échéances variables. Bien que la distribution de ces différences soit centrées autour de zéro, ce qui signifie qu'il est plus probable que l'on trouve une différence négligeable entre les deux types d'instruments, en termes d'écart entre les cours acheteur et vendeur, une part plus importante de la distribution se situe à droite, correspondant aux cas dans lesquels l'écart entre les cours acheteur et vendeur est plus net pour les obligations durables. La probabilité qu'une différence supérieure à 0.1 apparaisse est presque deux fois plus élevée dans le cas d'obligations durables (22 %) que dans celui d'obligations classiques (13 %). En moyenne, l'écart entre les cours acheteur et vendeur est plus large d'environ 7 % dans le cas d'obligations durables.

Graphique 3.29. Différences entre obligations durables et obligations classiques correspondantes en termes d'écart entre les cours acheteur et vendeur



Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

En dehors de l'hétérogénéité des bases d'investisseurs et du fait que l'encours est plus faible pour les obligations durables que pour les obligations classiques, une des explications possibles de ces résultats est qu'il existe des différences de comportement entre les investisseurs soucieux du climat et les investisseurs traditionnels (Tang et Zhang, 2018^[31]) (Starks et Venkat, 2017^[38]), les premiers ayant tendance à avoir des horizons d'investissement plus longs que les seconds. Autrement dit, les investisseurs soucieux du climat sont peut-être moins enclins à échanger leurs actifs pour réduire leur exposition à des moments où ceux-ci ont tendance à se déprécier, ou pour profiter d'une dynamique de court terme lorsqu'ils ont tendance à s'apprécier. Si tel est effectivement le cas, il est plus difficile de trouver une contrepartie pour échanger sur un marché sur lequel interviennent des investisseurs soucieux du climat que sur un autre marché, ce qui peut avoir des effets sur la liquidité des titres échangés.

Le défi que représente l'attribution d'un prix à certaines des caractéristiques des obligations durables peut aussi expliquer leur plus faible liquidité. Pour que les investisseurs évaluent convenablement la valeur d'une obligation liée à la durabilité, ils doivent par exemple apprécier la probabilité qu'un objectif de performance en matière de durabilité soit atteint, et sur cette base, la valeur actuelle de l'augmentation possible du taux du coupon. Si c'est une opération certes réalisable, elle a un coût pour l'investisseur que, toutes choses égales par ailleurs, les investisseurs en obligations classiques n'ont pas à supporter.

Annexe 3.A. Méthodologie de collecte et de classification des données

Ensemble de données de l'OCDE sur les pratiques des entreprises en matière de durabilité

Les données relatives aux obligations durables proviennent principalement de LSEG. Cet ensemble de données contient des informations portant sur les opérations relatives à près de 14 400 obligations émises depuis 2013 tant par le secteur des entreprises que par le secteur public dans 103 pays et territoires. Il fournit un ensemble de données détaillées pour chaque émission d'obligations durables, notamment l'identité, la nationalité et le secteur d'activité de l'émetteur, le type d'obligation, le taux d'intérêt, la date d'échéance et la catégorie, le montant et l'affectation du produit de l'émission. Les montants des émissions ont été ajustés en fonction de l'IPC des États-Unis de 2023.

En ce qui concerne les obligations durables, les valeurs pour les sociétés, les organismes publics, les collectivités locales et les institutions multilatérales correspondent dans la plupart des cas au « produit brut » (c'est-à-dire au montant versé par les investisseurs pour l'acquisition des obligations). Lorsque les informations relatives au produit brut n'ont pas pu être extraites, le « montant initial de l'émission » (à savoir la valeur nominale des obligations figurant dans la documentation légale les concernant) a été utilisé comme suit :

- i. en ce qui concerne les entreprises, 22 % du montant des emprunts obligataires émis de 2013 à 2023 correspondent au montant initial de l'émission et les 78 % restants correspondent au produit brut. Pour ces 78 % correspondant au produit brut, le montant initial de l'émission est plus élevé de 2.9 %. Cependant, le montant des émissions relevant de la catégorie « Toutes obligations d'entreprise », qui tient compte des obligations classiques, correspond dans tous les cas au montant du produit brut.
- ii. concernant les organismes, les collectivités locales et les institutions multilatérales, 23 % du montant des émissions lancées de 2013 à 2023 correspondent au montant initial des émissions et les 77 % restants au produit brut. Pour ces 77 % correspondant au produit brut, le montant initial de l'émission est plus élevé de 1.25 %.
- iii. s'agissant des administrations centrales, seul le montant initial des émissions (à savoir la valeur nominale des obligations) est représenté, par souci de cohérence avec d'autres publications de l'OCDE sur les marchés de la dette souveraine.

La catégorie des organismes et collectivités locales englobe les organismes dépendant de l'administration nationale (KfW, Transport for London, etc.), les administrations locales (Préfecture de Shiga, Province de l'Ontario) et les banques nationales de développement (Banque de développement de Chine, Banque brésilienne de développement, etc.). Cette catégorie n'inclut pas les administrations publiques des États fédérés pour lesquelles les données ne sont pas directement accessibles dans LSEG. L'administration centrale fait référence à l'administration publique, au Trésor et à la banque centrale de chaque État. Les institutions multilatérales sont les organisations constituées par au moins trois pays ou territoires (par exemple, la Banque asiatique de développement, la Société financière internationale) et l'Union européenne.

L'« Asie, hors Chine et Japon » englobe tous les pays et territoires du continent à l'exclusion de la Chine et du Japon (elle inclut donc Hong Kong (Chine), l'Inde, la Corée, Singapour et le Taipei chinois). L'« Amérique latine » comprend les pays et territoires d'Amérique latine et des Caraïbes. L'« Europe » se

compose de tous les pays et territoires qui sont entièrement situés dans la région, y compris le Royaume-Uni et la Suisse, mais à l'exclusion de la Russie et de la Türkiye. Les « Autres économies avancées » sont tous les pays et territoires qui sont classés dans cette catégorie dans la Base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, mais qui ne sont pas représentés dans les autres catégories dans le graphique (à savoir l'Australie, le Canada et Israël). Figurent dans les « Autres économies » la plupart des pays et territoires qui sont classés dans la catégorie des marchés émergents et économies en développement dans la Base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, mais qui ne sont pas représentés dans les autres catégories dans le graphique (à savoir l'Afrique du Sud et l'Arabie saoudite).

Les données de LSEG contiennent des informations relatives aux obligations durables émises selon la Reg S (Regulation S) et la Règle 144A. La Règle 144A représente un régime de protection qui dispense de certaines des formalités d'enregistrement imposées par le Securities Act pour la revente, à des acheteurs institutionnels qualifiés, de titres qui ne sont pas fongibles avec des titres cotés sur une bourse américaine de valeurs mobilières. La Reg S prévoit un régime de protection allégeant les formalités d'enregistrement imposées par le Securities Act pour les offres faites en dehors des États-Unis (Bruckhaus, 2017^[39]). Les calculs présentés tiennent compte de ce facteur et un exercice visant à éliminer une double comptabilisation lorsqu'une obligation a été émise à la fois selon la Reg S et selon la Règle 144A a été conduit.

Pour calculer l'encours obligataire au titre d'une année donnée, il faut déduire de ce montant les obligations remboursées par anticipation. L'encours fait référence au « montant du capital » ou au « montant initial de l'émission » (à savoir la valeur nominale des obligations figurant dans la documentation légale les concernant) lorsque le « montant du capital » n'a pas pu être obtenu. Les données concernant les remboursements par anticipation sont obtenues auprès de LSEG et concernent les obligations ayant fait l'objet d'un amortissement anticipé en raison d'une procédure de distribution finale consécutive à une défaillance, de l'exercice d'une option d'achat ou d'une option de vente, d'une liquidation ou d'un rachat. Les données sur les remboursements anticipés sont fusionnées avec les données relatives au marché primaire des obligations au moyen des ISIN.

Dans le Tableau 3.1, pour les obligations GSS pour lesquelles l'émetteur a communiqué plusieurs affectations possibles du produit, le montant de l'émission obligataire a été réparti équitablement entre ces différentes affectations. Si par exemple, une émission d'obligation GSS d'un montant de 1 000 USD a donné lieu à une promesse d'affectation du produit au financement de *transports propres* et de *l'efficacité énergétique*, 500 USD ont été affectés à chacune de ces deux catégories.

Dans le Tableau 3.2, pour les obligations liées à la durabilité pour lesquelles l'émetteur a communiqué plus d'un indicateur clé de performance, le montant de l'émission obligataire liée à la durabilité a été réparti équitablement entre ces différents indicateurs. Si par exemple, pour une émission d'obligations liées à la durabilité d'un montant de 1 000 USD, les indicateurs clés de performance communiqués ont concerné les *énergies renouvelables* et la *gestion durable des forêts*, ce montant a été réparti pour moitié entre ces deux catégories.

Dans le Graphique 3.10, les valeurs correspondent à la somme des montants des émissions obligataires lancées en 2022 et 2023. Les cinq catégories présentées sont les suivantes : *Grandes sociétés cotées, économies avancées* (émetteurs d'obligations entrant dans la composition de l'Indice MSCI World en septembre 2023), *Grandes sociétés cotées, économies émergentes* (émetteurs d'obligations entrant dans la composition de l'Indice MSCI World en septembre 2023), *Petites sociétés cotées* (émetteurs d'obligations cotés en bourse, mais n'entrant pas dans la composition de l'Indice MSCI World, ni dans celle de l'Indice MSCI Emerging Markets) et *Sociétés non cotées filiales d'une société cotée* (émetteurs d'obligations retirés de la cote avant 2022 ou n'ayant jamais été cotés et qui ont une société mère immédiate ou ultime cotée), *Autres sociétés non cotées* (autres émetteurs d'obligations retirés de la cote avant 2022 ou n'ayant jamais été cotés). L'émetteur d'obligations est considéré comme coté s'il existe un

ISIN et s'il est associé à un code d'identification LSEG valide composé du symbole boursier (*ticker*) de l'émetteur et d'un code mnémorique de la bourse (établi à partir du nom de la bourse). Si l'émetteur ne dispose pas d'un ISIN associé à un code d'identification ou si son code d'identification montre qu'il a été retiré de la cote avant 2022 (SPS.N^H97), il est considéré comme non coté.

Fonds de placement durable

Les données relatives aux fonds à capital variable et aux ETF ont été extraites de Morningstar Direct. Les fonds ont été assimilés à des « fonds de placement durable » lorsque leurs noms contenaient des mots ou des acronymes faisant référence au climat ou aux critères ESG comme « ESG », « durable », « responsable », « éthique », « vert », « social », « environnement », « conforme aux Accords de Paris » et « climat » (et leur traduction dans d'autres langues).

Les fonds dont l'actif n'a aucune valeur de même que les fonds dont le portefeuille est composé d'obligations arrivées à échéance sont exclus. Le dollar américain (USD, janvier 2024) est la monnaie dans laquelle est exprimée la valeur du portefeuille de titres.

Les fonds à revenu fixe sont définis par Morningstar comme des fonds à capital variable ou des ETF dont la majeure partie du portefeuille se compose de titres à revenu fixe.

Un fonds à gestion passive est défini par Morningstar comme un fonds à capital variable ou un fonds indiciel coté dont les gestionnaires de portefeuille ne choisissent pas des placements spécifiques, mais investissent automatiquement dans un indice ou dans un segment de marché. Ils suivent souvent les indices boursiers ou obligataires.

Annexe 3.B. Analyse portant sur l'existence d'une prime pour les obligations durables

Annexe Tableau 3.B.1. Appariement entre obligations GSS et obligations classiques pour des émissions de titres d'État sur le marché primaire

	ISIN – GSS	ISIN – Obligations classiques	Émission – Obligations GSS	Émission – Obligations classiques	Échéance – Obligations GSS	Échéance – Obligations classiques
France	FR0013234333	FR0013515806	2017	2020	2039	2040
France	FR0014002JM6	FR0013257524	2021	2017	2044	2048
France	FR001400AQH0	FR0013327491	2021	2018	2038	2036
Italie	IT0005542359	IT0005449969	2023	2021	2031	2031
Italie		IT0005436693		2021		2031
Italie	IT0005508590	IT0005496770	2022	2022	2035	2038
Italie	IT0005438004	IT0005530032	2021	2023	2045	2043
Allemagne	DE0001030757	DE0001102614	2023	2023	2053	2053
Allemagne	DE000BU3Z005	DE0001102515	2023	2020	2033	2035
Allemagne	DE0001030724	DE0001102614	2022	2022	2050	2053
Allemagne	DE0001030724	DE0001102572	2021	2022	2050	2052

Note : l'obligation IT0005542359 est appariée à l'aide d'une moyenne pondérée des obligations IT0005449969 et IT0005436693.

Source : LSEG et Bloomberg.

Méthode d'appariement des primes

Aux fins de cette analyse, deux ensembles de données sont utilisés. L'un se compose d'obligations d'entreprise et l'autre d'obligations émises par des entités du secteur public. Ces deux ensembles englobent des obligations durables et des obligations classiques et l'échantillon a été constitué selon (Bolton et al., 2022^[24]), en fonction de la réponse à la question de savoir si les émetteurs avaient émis au moins une obligation durable et une obligation classique, et ce pour garantir une représentation équilibrée de façon à neutraliser le risque de crédit et le risque de change. Pour assurer l'intégrité et la robustesse des données au cours des étapes ultérieures de l'analyse de régression, on s'est tourné de préférence vers des obligations pour lesquelles on dispose de données complètes pour des variables spécifiques, à savoir : la date de l'émission, le rendement à l'échéance, la date d'échéance, le coupon, le type de coupon et le montant de l'émission en USD.

La technique du *voisin le plus proche* a été utilisée dans le cadre du processus de mise en correspondance (utilisation de la commande Matchit de R). Il s'agit d'une méthode solidement établie dans des analyses conduites après appariement sur score de propension. Un modèle de score de propension a été déterminé en utilisant des variables comme le coupon, la catégorie de coupon, l'année de l'émission, l'année de l'échéance et le type de titre adossé à des actifs pour estimer la probabilité que chaque obligation soit une obligation verte. Les obligations ont été appariées avec un ratio 1:1, ce qui signifie que chaque obligation verte a été appariée à une obligation classique.

Les scores de propension varient entre 0 et 1. Dans le contexte d'un appariement sur score de propension, le score de propension est la probabilité qu'une unité (une obligation en l'espèce) reçoive un traitement particulier compte tenu d'un ensemble de caractéristiques observables. Autrement dit, c'est la probabilité conditionnelle de recevoir un traitement (à savoir d'être considérée comme une obligation durable) en fonction de caractéristiques observées. Un score qui se rapproche de 1 indique une probabilité plus forte,

pour une obligation, d'être considérée comme une obligation verte compte tenu des caractéristiques observées alors qu'un score se rapprochant de 0 indique une probabilité plus faible.

Cette technique a pour objectif d'atteindre un équilibre dans la distribution des caractéristiques observables entre le groupe traité (obligations durables) et le groupe témoin (obligations classiques), de façon à réduire le plus possible les biais et à permettre d'établir une comparaison plus fiable entre les deux groupes. Le but est de simuler une expérience aléatoire dans laquelle la seule différence systématique entre les obligations durables et les obligations classiques est leur « traitement », ce qui permet d'attribuer toute disparité éventuelle dans les résultats à ce statut d'obligation « durable » avec davantage de conviction. La *méthode du voisin le plus proche* consiste à appairer une unité traitée (obligation durable) avec une unité témoin (obligation classique) ayant le score de propension le plus proche.

La méthode de la *correspondance exacte* a été appliquée à deux variables catégorielles, la monnaie et l'émetteur, afin de neutraliser le risque de crédit et le risque de change. Cette neutralisation permet de s'assurer que les obligations durables et les obligations classiques appariées ont été émises par la même entité et ont été libellées dans la même monnaie, de façon à réduire le plus possible les facteurs de biais potentiels (Bolton et al., 2022^[24]). L'ensemble de données obtenu se compose uniquement d'obligations qui ont été appariées en fonction de leur score de propension et sous réserve d'une correspondance exacte pour l'émetteur et la monnaie ; elles présentent donc des caractéristiques comparables constituant la base pour les étapes ultérieures de l'analyse. Il comporte 72 obligations d'État (36 obligations vertes et 36 obligations classiques) et 1 736 obligations d'entreprise (868 obligations vertes et 868 obligations classiques).

En résumé, cette méthodologie autorise une comparaison rigoureuse entre obligations durables et obligations classiques car elle permet de neutraliser les éventuelles variables de confusion. Elle offre l'assurance que les différences possiblement observées, en termes de rendement à l'échéance, entre les unes et les autres peuvent être attribuées principalement au statut des obligations « durables ».

Statistiques descriptives relatives aux primes

Cette section présente brièvement des statistiques descriptives des données utilisées pour l'analyse de régression effectuée en suivant la méthodologie appliquée par Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]). Les statistiques descriptives suivantes incluent notamment 17 domiciles d'émetteurs pour 17 émetteurs différents et 7 monnaies différentes pour des obligations du secteur public. S'agissant des obligations d'entreprise, les statistiques descriptives incluent 41 domiciles d'émetteurs pour 419 émetteurs différents et 24 monnaies différentes.

Annexe Tableau 3.B.2. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur public

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	36	1.8445	3.0878	- 0.7472	13.3014
Coupon	36	1.6476	3.4468	0	7.1
Montant de l'émission en millions USD	36	3 308	3 346	26.36	10 192

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.3. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – Secteur public

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	36	2.0263	2.8278	- 0.7601	13.5499
Coupon	36	2.9133	3.2413	0	7.29
Montant de l'émission en millions USD	36	3 935	3 969	27.70	14 592

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.4. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur des entreprises

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	868	2.7310	2.0340	0.009	23.82
Coupon	868	2.7205	2.0309	0.01	23.82
Montant de l'émission en millions USD	868	238	447	0.948	5 293

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.5. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – secteur public

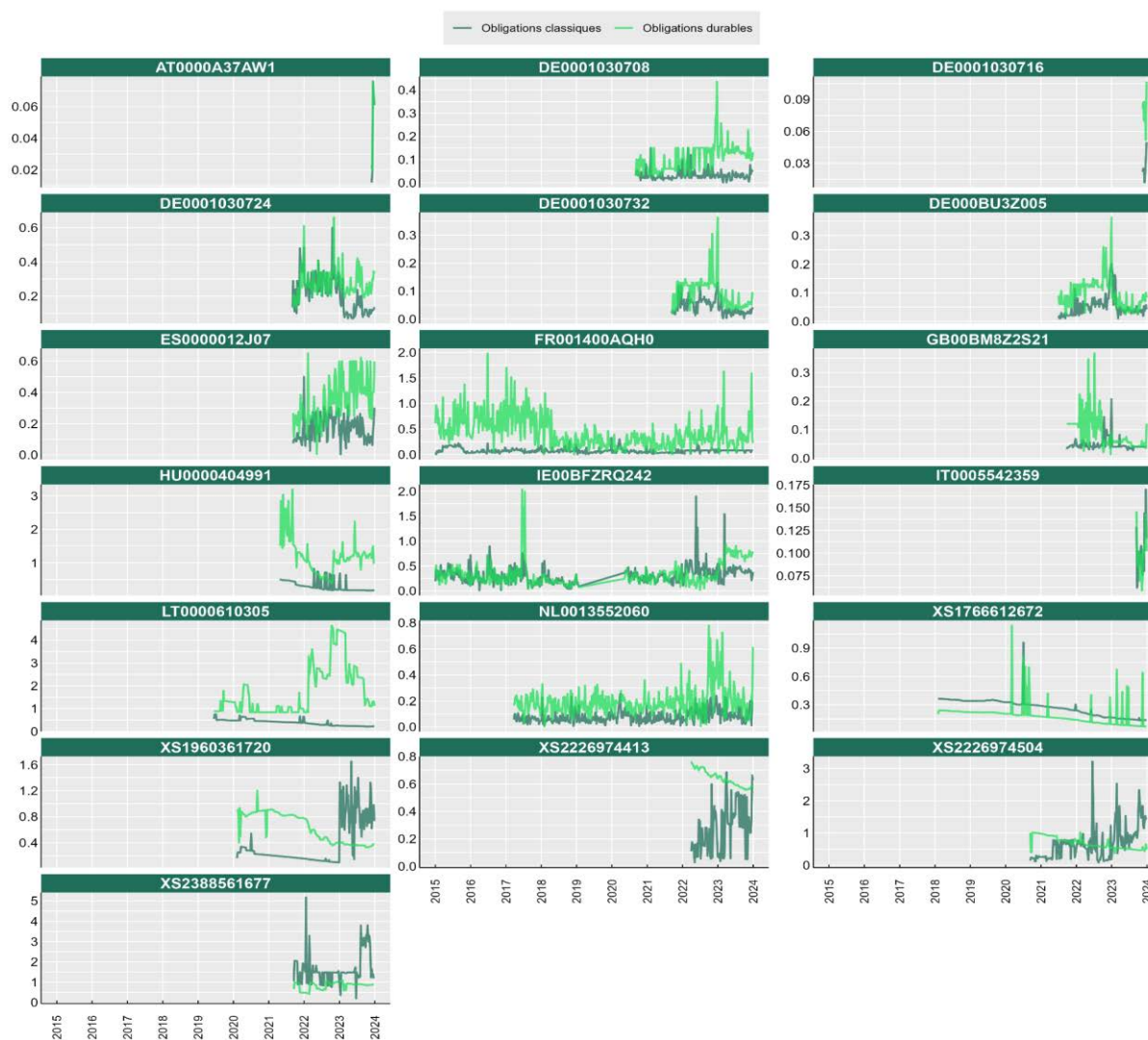
	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	868	2.7521	1.9617	0.001	17.52
Coupon	868	2.7361	1.9618	0.001	23.82
Montant de l'émission en millions USD	868	215	359	0.822	4 352

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe 3.C. Impact de l'émission d'obligations durables souveraines sur le marché

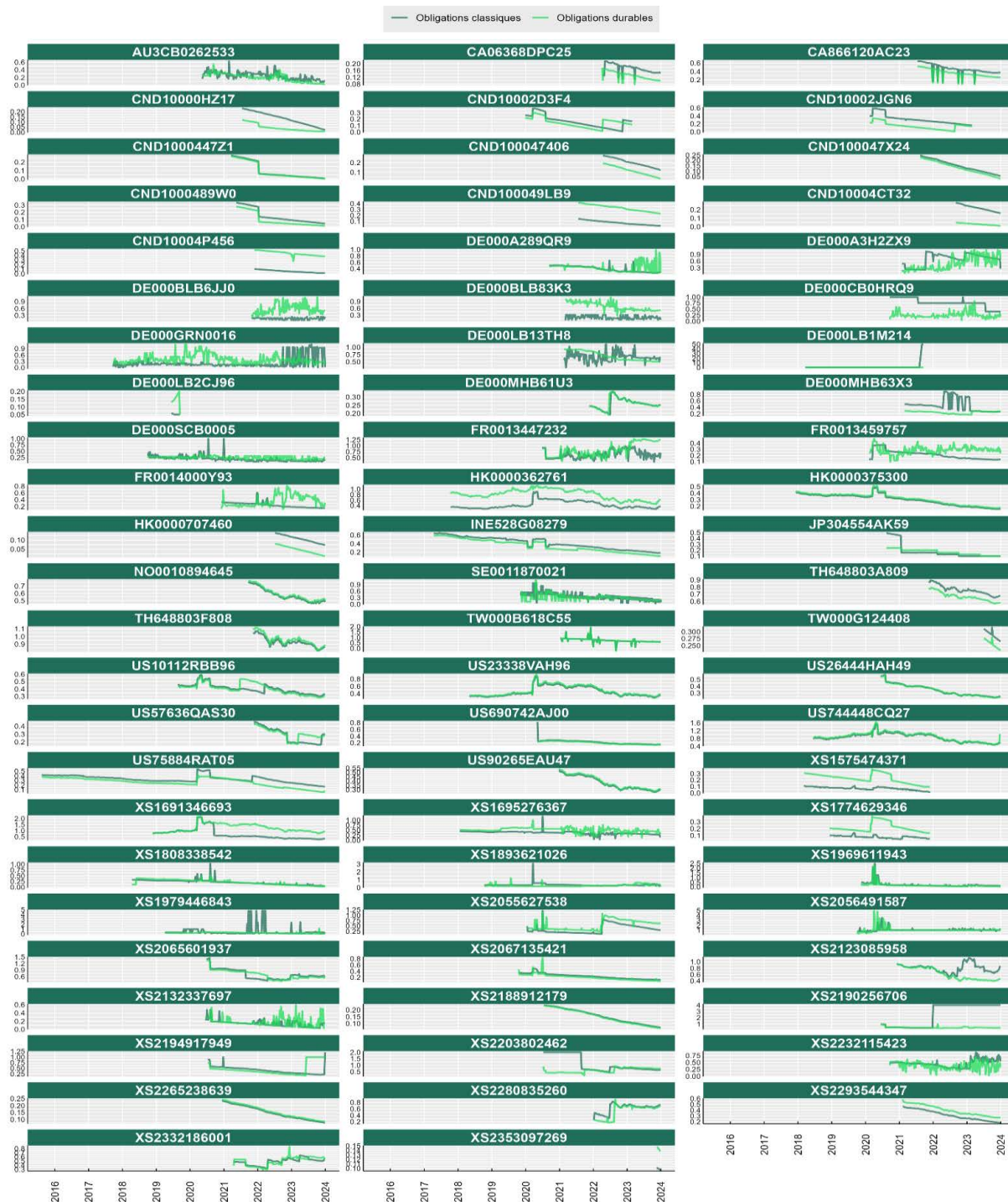
Dans le Graphique 3.26, le critère de sélection d'un pays ou territoire est l'émission d'obligations vertes par des sociétés non financières depuis au moins quatre ans. De plus, pour les emprunts obligataires verts souverains, il faut compter dans le pays au moins deux émissions d'obligations vertes par des sociétés non financières avant et après l'émission souveraine, ce qui exclut les pays dont la première émission a eu lieu en 2021. On évite ainsi le biais induit par l'utilisation d'une seule année pour le calcul de tout ratio concernant le pays. Pour le calcul du ratio, on prend en compte uniquement la période comprise entre 2016 et 2023, et pour les années comprises dans cette période pendant lesquelles il n'y a pas eu d'émission d'obligations vertes, mais des émissions d'obligations classiques par des sociétés non financières, le ratio a été établi à zéro.

Graphique d'annexe 3.C.1. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur public



Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Graphique d'annexe 3.C.2. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur des entreprises



Note : en raison de contraintes de taille, seules 72 obligations offrant une meilleure statistique de correspondance sont représentées.
 Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Références

- Agence France Trésor (2023), *Communiqués de presse - Archives*, [5]
<https://www.aft.gouv.fr/fr/communiqués-de-presse/archives>.
- Ando, S. et al. (2022), « Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets », *IMF Staff Climate Note*, [29]
<https://www.imf.org/en/Publications/staff-climate-notes/Issues/2022/06/29/Sovereign-Climate-Debt-Instruments-An-Overview-of-the-Green-and-Catastrophe-Bond-Markets-518272>.
- Associação de Investidores no Mercado de Capitais (2016), *Brazilian Stewardship Code and Principles*, <https://amecbrasil.org.br/stewardship/amec-stewardship-code/?lang=en>. [22]
- Banque centrale européenne (2022), *Programme d'action pour le climat 2022 de la BCE*, [18]
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex~cb39c2dcbb.fr.pdf.
- Banque d'Italie (2021), *Annual report on sustainable investments and climate-related risks*, [41]
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-investimenti-sostenibili/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1> (consulté le 8 janvier 2024).
- Banque d'Italie (2021), *The Responsible Investment Charter*, [40]
<https://www.bancaditalia.it/compiti/riserve-portafoglio-rischi/cis/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh> (consulté le 8 janvier 2024).
- Banque populaire de Chine (2021), *Green Bond Endorsed Projects Catalogue*, [13]
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>.
- Bolton, P. et al. (2022), *Climate and Debt, Geneva reports on the world economy*, Center for Economic and Policy Research, <https://books.google.fr/books?id=ZU17zwEACAAJ>. [24]
- Bruckhaus, F. (2017), *SEC Issues Interpretations Relating to Rule 144A and Regulation S*, [39]
<https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/sec-issues-interpretations-relating-rule-144a-and-regulation-s>.
- CBI (2023), *Climate Bonds Standard Board*, [10]
<https://www.climatebonds.net/standard/governance/board>.
- CBI (2023), *Climate Bonds Standard V4.0*, <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v4>. [12]
- CBI (2023), *Reports*, <https://www.climatebonds.net/resources/reports>. [34]
- CBI (2022), *Tax incentives for issuers and investors*, <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>. [20]
- CBI (2021), *Climate Bonds Taxonomy*, <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>. [14]
- Commission européenne (2023), *Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environne*, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302631. [36]

- Dikau, S. et V. Ulrich (2021), *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>. [17]
- Direction du Trésor italien (2023), *Risultati Aste e Collocamenti tramite Sindacato*, https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/. [7]
- Doronzo, R., V. Siracusa et S. Antonelli (2021), « Green Bonds: the Sovereign Issuers' Perspective », *MISP*, vol. 3, <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/green-bonds-the-sovereign-issuers-perspective/?com.dotmarketing.htmlpage.languag>. [32]
- Ehlers, T. et F. Packer (2017), « Green Bond Finance and Certification », https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm. [30]
- Elderson, F. et I. Schnabel (2023), « How green is our balance sheet? », *The ECB Blog*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230324~f417b719fd.en.html> (consulté le 13 juillet 2023). [19]
- ESMA (2023), *The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*, <https://doi.org/doi.org/10.2856/468709>. [33]
- Financial Reporting Council (2020), *UK Stewardship Code*, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>. [23]
- Financial Services Agency (2020), *Principles for Responsible Institutional Investors <<Japan's Stewardship Code>> - To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue*, <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/>. [21]
- Fleming, M. (2002), « Measuring Treasury Market Liquidity », *Economic Policy Review*, vol. 9/3, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/03v09n3/0309flem.pdf>. [37]
- Hinsche, I. (2021), « A Greenium for the Next Generation EU Green Bonds Analysis of a Potential Green Bond Premium and its Drivers », *Center for Financial Studies Working Paper* 663, <https://doi.org/doi.org/10.2139/ssrn.3965664>. [26]
- ICMA (2023), *Social Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>. [3]
- ICMA (2023), *The Principles, Guidelines and Handbooks*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>. [11]
- ICMA (2022), *Guidance Handbook*, <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/The-GBP-Guidance-Handbook-January-2022.pdf>. [1]
- ICMA (2021), *Green Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>. [2]
- ICMA (2020), *Governance Framework*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/membership-governance-and-working-groups/governance-framework/>. [9]
- IPSF (2023), *The International Platform on Sustainable Finance – Annual Report 2023*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-12/231204-ipsf-annual-report_en.pdf. [15]

- Karpf, A. et A. Mandel (2018), « The changing value of the 'green' label on the US municipal bond market », *Nature Climate Change*, vol. 2/161e165, p. 8, <https://doi.org/doi.org/10.1038/s41558-017-0062-0>. [28]
- MacAskill, S. et al. (2021), « Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants », *Journal of Cleaner Production*, vol. 280/124491, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124491>. [25]
- OCDE (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/doi.org/10.1787/09b4cfba-en>. [35]
- OCDE (2022), *Climate Change and Corporate Governance*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/doi.org/10.1787/272d85c3-en>. [8]
- République fédérale d'Allemagne (2023), *Issuance Results in Syndication Process*, <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/federal-securities/issuances/syndicates>. [6]
- Sierra Club (2023), *Lethal Investments: The Health Consequences of Cash Flows into Coal*, <https://www.sierraclub.org/sites/default/files/2023-08/SierraClub-CoalUtilityFinancingReport.pdf>. [16]
- Starks, L. et P. Venkat (2017), *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3049943>. [38]
- Tang, D. et Y. Zhang (2018), « Do shareholders benefit from green bonds? », *Journal of Corporate Finance*, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>. [31]
- Ul-Haq, I. et D. Doumbia (2022), *Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds*, Groupe de la Banque mondiale, <https://doi.org/doi.org/10.1596/1813-9450-10200>. [4]
- Zerbib, O. (2019), « The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds », *Journal of Banking Finance*, vol. 98, pp. 39-60, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>. [27]

Notes

¹ Au niveau des administrations centrales, cette baisse est imputable à l'insuffisance des dépenses admises pour les grands émetteurs d'obligations durables, comme au Chili et en France (OCDE, 2023^[35]).

² Cet échantillon comprend des économies avancées, des marchés émergents et économies en développement pour la partie émissions souveraines, ainsi que des sociétés d'une diversité de secteurs, domiciliées dans plusieurs pays. Les économies avancées considérées pour les émissions souveraines sont l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, et les marchés émergents et économies en développement le Chili, l'Égypte, l'Inde, le Mexique et la Turquie. Le secteur des entreprises est représenté par des entités financières et non financières.

³ La Banque d'Italie (Banca d'Italia) est un exemple de banque centrale qui a intégré des critères financiers et de durabilité dans sa stratégie de gestion de portefeuille de placement. Elle s'est dotée d'une charte de

placement responsable, qui définit les principes à suivre pour regrouper l'évaluation des résultats financiers et des résultats en matière de durabilité (Banque d'Italie, 2021^[40]). Elle publie également un rapport annuel sur les placements liés à la durabilité et les risques climatiques connexes (Banque d'Italie, 2021^[41]).

⁴ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables souveraines sont éligibles à la mise en pension sont la Thaïlande (deux titres), la Hongrie (2) et Hong Kong (Chine) (1).

⁵ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables d'entreprise sont éligibles à la mise en pension sont le Taipei chinois (54 titres), l'Australie (8), la Russie (5), la Nouvelle-Zélande (4), le Brésil (1) et les États-Unis (1).

⁶ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables émises par des organismes et par des entités supranationales sont éligibles à la mise en pension sont l'Australie (11 titres), la Nouvelle-Zélande (7), la Thaïlande (6), l'Indonésie (4), la Russie (3), le Taipei chinois (3), les États-Unis (1) et le Viet Nam (1).

Rapport sur la dette mondiale 2024

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DANS UN CONTEXTE DE DETTE ÉLEVÉE

Le Rapport sur la dette mondiale examine les marchés de la dette souveraine et de la dette d'entreprise, apporte un éclairage sur les conditions actuelles du marché et formule des considérations pour l'action publique, y compris sur les risques éventuels pour la stabilité financière. Cette première édition intègre les Perspectives sur les emprunts souverains, qui étaient auparavant une publication distincte de l'OCDE, et comporte de nouveaux chapitres portant sur les marchés des obligations d'entreprises et les obligations durables.

Le chapitre 1 donne une vue d'ensemble des emprunts souverains dans le monde et un aperçu des pays de l'OCDE, en mettant l'accent sur l'impact des évolutions récentes des conditions de financement et des changements intervenus dans la base d'investisseurs. Le chapitre 2 analyse la dynamique du marché des obligations d'entreprise à l'échelle mondiale, l'accumulation des risques et des vulnérabilités et les répercussions de la transformation du paysage macrofinancier. Le chapitre 3 passe en revue les tendances qui se font jour sur les marchés mondiaux des obligations durables et examine les facteurs intéressant l'action publique, tels que la prime de durabilité, le rôle des prestataires de services et la liquidité du marché.



IMPRIMÉ ISBN 978-92-64-37812-4
PDF ISBN 978-92-64-79024-7



9 789264 378124