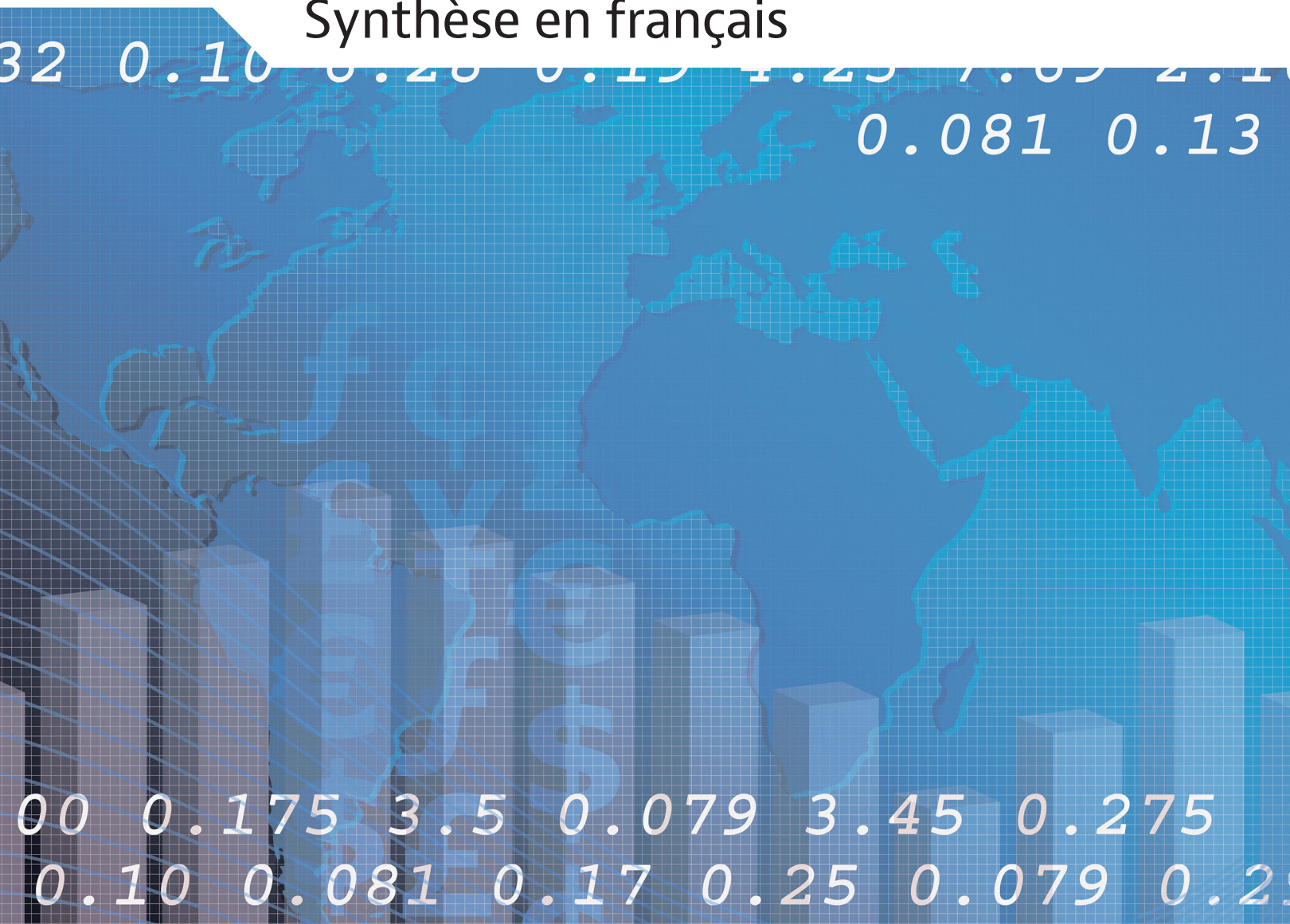




Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains 2023

Synthèse en français



Avant-propos

Le livre complet est disponible en anglais :

OECD (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, OECD Publishing, Paris,
<https://doi.org/10.1787/09b4cfba-en>

Cette édition des *Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains* analyse les tendances récentes relatives aux besoins d'emprunt et à l'encours de la dette souveraine et établit des projections pour 2023 dans la zone OCDE. Elle examine les évolutions récentes des conditions de financement, notamment la hausse des taux d'intérêt et l'évolution de la base d'investisseurs pour les marchés des titres d'État et les émetteurs souverains. Elle analyse les tendances récentes en matière d'émission d'obligations souveraines durables, y compris les avantages et les défis pour les émetteurs, et présente les pratiques nationales qui peuvent aider les émetteurs souverains à relever ces défis. Elle passe également en revue les tendances en matière d'émission de dette souveraine dans les marchés émergents et les économies en développement (MEED) et examine les conditions d'émission en 2022. Enfin, cette édition adresse aux responsables de l'action publique des conseils sur l'élaboration et la mise en œuvre de programmes de rachat et de conversion en tant qu'outil de gestion de la dette, à la lumière des pratiques des pays membres de l'OCDE.

La publication s'appuie principalement sur les réponses reçues à l'enquête annuelle sur les besoins d'emprunt des gouvernements des pays de l'OCDE diffusée par l'Unité des marchés financiers de l'OCDE. Elle fait le point sur les tendances et évolutions associées aux besoins d'emprunts souverains, aux stratégies de financement, à l'infrastructure du marché et aux niveaux d'endettement, du point de vue des gestionnaires de la dette publique. Les *Perspectives* établissent une distinction entre les besoins d'emprunt et les stratégies de financement. Les besoins de financement bruts négociables de l'administration centrale, ou les « besoins », sont calculés sur la base des déficits budgétaires et des remboursements. Les stratégies de financement impliquent des décisions sur la manière dont les besoins d'emprunt vont être financés à travers différents instruments (par exemple, des emprunts à long terme, à court terme, nominaux, indexés, etc.) et sur les canaux de distribution (tels que les enchères, émissions, syndication, etc.) qui seront utilisés.

Cette année, l'OCDE a mené une enquête spéciale sur « l'échange et le rachat de la dette souveraine » dans les pays membres de l'OCDE et les pays en voie d'adhésion en 2022. Le chapitre 4 s'appuie principalement sur les réponses à cette enquête.

Les commentaires et questions peuvent être adressés à l'Unité des marchés financiers au sein de la Division des marchés de capitaux et des institutions financières de la Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE (adresse électronique : PublicDebt@oecd.org). Pour en savoir plus sur les travaux de l'OCDE concernant les marchés obligataires et la gestion de la dette publique, veuillez consulter le site www.oecd.org/finance/public-debt.

Remerciements

Les Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains sont l'une des publications du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique, avec l'appui de l'Unité des marchés financiers de la Division des marchés de capitaux et des institutions financières au sein de la Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE. Ces *Perspectives* ont été préparées par l'Unité des marchés financiers de l'OCDE ; Fatos Koc (chef d'Unité), Oliver Garrett-Jones (analyste des politiques) et Pietrangelo De Biase (analyste des politiques). Mamoun Berrahma Tlemcani (stagiaire) et Gulgun Arikian (consultant) ont assuré la rédaction conjointe et fourni un soutien technique concernant les données relatives aux obligations souveraines mondiales figurant dans les chapitres 2 et 3. Juan Pavajeau Fuentes (analyste des politiques junior) et Raluca Hanea (assistante de projet) ont apporté un soutien technique pour les annexes A et B. Liv Gudmundson (responsable des publications et de la rédaction) a aidé l'équipe en lui fournissant des conseils rédactionnels et éditoriaux, et Greta Gabbarini (responsable de la communication) lui a apporté son expertise dans le domaine de la communication. Plusieurs collègues de l'OCDE ont fait part de leurs commentaires : Antonio Gomes (directeur adjoint) et Serdar Celik (chef de Division) sur les quatre chapitres ; Alvaro Pina (économiste principal) et Oliver Garrett-Jones (analyste des politiques) sur le chapitre 1 ; Catriona Marshall (analyste des politiques) et Caio de Olivera (analyste des politiques) sur le chapitre 2 ; Carl Magnusson (analyste des politiques), Francesco Napolitano (économiste), Jose René Orozco (analyste des politiques) et Enes Sunel (économiste) sur le chapitre 3. Les membres suivants du Groupe de travail sur la gestion de la dette ont fourni des commentaires précieux : Grahame Johnson (président, conseiller du gouverneur de la Banque centrale du Canada) sur les chapitres 1, 2 et 4 ; Anthony Linehan (vice-président, directeur adjoint de la NTMA, Irlande) sur les chapitres 1 et 4 ; Sir Robert Stheeman (directeur général de l'Office de gestion de la dette du Royaume-Uni) et Toshitaka Nakano (directeur de la gestion de la dette et des relations avec les investisseurs des emprunts d'État japonais ; ministère des Finances, Japon) sur le chapitre 1 ; et Tammo Diemer (directeur général de l'agence allemande de financement) et Patricio Sepulveda Carmona (chef du bureau de la dette ; ministère des Finances, Chili) sur le chapitre 2. Luis Felipe Vital Nunes Pereira (chef des opérations de la dette publique, Trésor national du Brésil) a contribué au chapitre 4 en apportant l'expérience du Brésil.

Éditorial

Les conditions de marché et de financement ont considérablement évolué depuis l'édition de 2022 des *Perspectives de l'OCDE sur les emprunts souverains*. Au cours de l'année qui s'est écoulée, le rythme de resserrement des politiques monétaires s'est accéléré, l'appétence mondiale pour le risque financier a diminué et la confiance des investisseurs a reculé. Ces évolutions marquent la fin d'une longue période de conditions de financement favorables pour les émetteurs souverains alors qu'ils s'adaptent à de nouvelles réalités et à un environnement de marché qui évolue rapidement. L'édition 2023 des *Perspectives* analyse des tendances récemment observées sur les marchés de la dette souveraine, présente de nouvelles données et prévisions, et examine certains aspects à prendre en compte par les émetteurs souverains confrontés aux défis immédiats présentés par ce nouveau paysage et aux problèmes à plus long terme liés à la gestion de la dette publique.

Les besoins de financement des pays membres de l'OCDE ont continué de baisser en 2022, de plus de 20 % par rapport aux niveaux inédits observés au plus fort de la pandémie de COVID-19 en 2020, tandis que l'encours de la dette a également diminué peu à peu, passant de 88 % du PIB en 2020 à 83 % en 2022. Cependant, cette normalisation a été perturbée par les retombées financières et économiques de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine, et les emprunts devraient augmenter en 2023, de nombreux pays membres de l'OCDE s'efforçant de protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix. Influencées en partie par les évolutions géopolitiques, les perspectives des besoins d'emprunts souverains sont incertaines.

Malgré la tendance générale à la baisse observée au cours des deux dernières années, les niveaux d'emprunt et d'endettement restent sensiblement plus élevés qu'avant la pandémie. En 2022, les besoins de financement étaient supérieurs de 43 % à la moyenne de 2011-19, et l'encours total de la dette était supérieur de 10 points de pourcentage du PIB en moyenne sur la même période. Ce volume important de dette publique devra être remboursé ou refinancé, et en grande partie dans un court délai. Près de la moitié de la dette négociable des pays de l'OCDE – soit environ 23 000 milliards USD – arrivera à échéance au cours des trois prochaines années.

Pendant la pandémie, de nombreux pays membres de l'OCDE pouvaient compter sur une politique monétaire accommodante pour atténuer à la fois le coût de financement des niveaux d'endettement plus élevés et les risques de refinancement, mais la situation a évolué. Les coûts d'emprunt ont plus que doublé pour les pays de l'OCDE depuis 2021 et devraient encore augmenter à court terme. En conséquence, les pays sont confrontés à un risque de refinancement élevé, et de nombreux États consacreront dans les années à venir une proportion accrue de leur budget au service de la dette et seront de ce fait soumis à des contraintes budgétaires plus importantes.

Les défis auxquels les émetteurs souverains font face ne se limitent pas à la hausse des taux. Depuis la fin de l'assouplissement quantitatif, la demande d'obligations émanant des banques centrales s'est dans une large mesure évaporée, laissant le secteur privé absorber des volumes considérables de dette correspondant aux nouvelles émissions et aux opérations de refinancement. La liquidité des marchés s'est en outre détériorée dans un contexte marqué par des incertitudes macroéconomiques, des risques géopolitiques, un recul de la confiance des investisseurs et un changement de la dynamique des échanges, ce qui pourrait faire augmenter encore les coûts d'emprunt et réduire la latitude dont disposent les offices de gestion de la dette pour s'adapter à l'évolution des besoins d'emprunt.

Les marchés émergents et les économies en développement (MEED) font également face à des niveaux historiquement élevés d'encours de la dette et à un environnement de marché tout aussi difficile, qui se

trouvent encore exacerbés par des forces systémiques souvent rencontrées sur certains marchés de la dette souveraine des MEED. Les MEED sont généralement confrontés à des rendements plus élevés et à une demande plus incertaine des investisseurs, et sont davantage exposés au risque de change. Reflétant ces vulnérabilités, la qualité de la dette souveraine des MEED a encore diminué entre 2021 et 2022, avec 40 dégradations de notation, concentrées essentiellement en Europe et en Amérique latine.

Considérées dans leur ensemble, ces évolutions montrent que la viabilité de la dette sera une source de préoccupation accrue dans les temps à venir, compte tenu de ses implications importantes pour les États de manière générale, et pour les gestionnaires de la dette en particulier. La confiance dont jouissent les émetteurs souverains de la zone OCDE sur les marchés constitue un atout majeur face à ces risques, défis et incertitudes. Cette confiance se gagne chaque jour grâce à une bonne gouvernance, à une gestion économique responsable et à un cadre crédible de gestion de la dette, et les marchés nous ont montré en 2022 qu'il ne fallait pas considérer cela pour acquis. Ces principes s'appliquent également aux MEED, qui pourraient bénéficier de la création de marchés obligataires nationaux, et pour lesquels la transparence de la dette peut être particulièrement importante. Ces éléments doivent être des priorités essentielles pour recevoir le soutien financier et technique de la communauté internationale.

Sur un plan plus technique, les offices de gestion de la dette adaptent déjà leurs opérations. Le maintien d'émissions prévisibles et régulières est un objectif important, même en ces temps incertains, et les offices de gestion de la dette l'ont atteint en modifiant la composition des émissions, en créant des outils de financement d'urgence offrant une plus grande souplesse, ainsi qu'en établissant une coordination étroite avec les autorités monétaires et fiscales. Ils ont soutenu la liquidité sur les marchés en améliorant la communication, en menant des opérations de rachat et de conversion, en fournissant des facilités de prêt de titres et en prenant des mesures pour soutenir les principaux teneurs de marché. Les offices de gestion de la dette doivent avant tout continuer de surveiller attentivement les conditions du marché et se tenir au courant des stratégies et des instruments d'action à leur disposition, ce que les *Perspectives* les aident à faire.

Est également évaluée dans les *Perspectives* la mesure dans laquelle les émetteurs souverains contribuent à catalyser l'investissement durable d'une manière plus générale. L'encours total d'obligations durables représente désormais un montant supérieur à 325 milliards USD, dont 75 % sont axés sur des projets à caractère climatique et environnemental. Bien que la valeur totale des émissions d'obligations durables ait diminué entre 2021 et 2022, le nombre de pays émettant ce type d'instruments augmente, puisqu'on en comptait dix nouveaux en 2022, auxquels se sont ajoutés cinq autres au cours des quatre premiers mois de 2023. La demande des investisseurs semble forte, et cette dynamique devrait se perdurer au cours des années à venir.

Ces évolutions sont positives, mais davantage peut être fait pour renforcer l'efficacité et l'impact des instruments de durabilité et le fonctionnement des marchés des obligations durables de manière générale. Il sera essentiel de simplifier et standardiser le processus d'émission, en passant par les critères d'admissibilité des projets et les paramètres de reporting. Les émetteurs souverains peuvent contribuer à cet effort en fournissant des niveaux de référence de conformité et de divulgation au sein des cadres d'investissement durable, ainsi que des données de qualité, comparables et pertinentes afin que les investisseurs soient mieux à même d'orienter les capitaux vers les priorités majeures, telles que la transition climatique.



Carmine Di Noia,

Directeur des affaires financières et des entreprises de l'OCDE

Résumé

Les besoins d'emprunts souverains et l'encours de la dette restent très élevés par rapport aux niveaux d'avant la pandémie

Les réponses budgétaires à la pandémie de COVID-19 ont entraîné des niveaux records d'émission de dette dans la zone OCDE en 2020, les besoins bruts d'emprunt souverain culminant à 15 400 milliards USD. Les niveaux d'emprunt se sont légèrement atténués en 2021 et à nouveau en 2022, mais devraient augmenter de 6 % en 2023, pour atteindre 12 900 milliards USD. Cette augmentation concerne principalement les pays les plus touchés par la guerre d'agression de la Russie contre l'Ukraine.

De même, les besoins d'emprunts nets pour la zone OCDE, qui représentent des expositions supplémentaires sur le marché, ont continué de baisser en 2022 par rapport aux pics d'avant la pandémie, passant de 7 400 milliards USD en 2020 à 2 000 milliards USD en 2022, mais ils devraient légèrement croître pour atteindre 2 300 milliards USD en 2023. En conséquence, l'encours de la dette négociable des administrations centrales de la zone OCDE devrait poursuivre sa hausse nominale en 2023 pour atteindre 51 000 milliards USD, soit plus de 30 % de plus qu'en 2019. Ce montant a reculé en pourcentage de PIB, d'un pic de 88 % en 2020 à environ 83 % en 2022 et 2023, mais l'encours total de la dette se situe toujours à 10 points de PIB au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

Les emprunteurs souverains refinancent une partie importante de la dette à des taux d'intérêt plus élevés, malgré l'échéance moyenne plus longue de l'encours de la dette

Au cours de l'année écoulée, les taux directeurs des banques centrales ont connu une hausse forte et brutale, tandis que les programmes d'achat d'actifs se sont interrompus dans certains cas. Parallèlement aux tensions géopolitiques accrues et à l'incertitude économique mondiale, l'appétit pour le risque des investisseurs a diminué, tandis que de nombreux marchés sont confrontés à un regain de volatilité et à une baisse de la liquidité. Pour les émetteurs souverains, ces évolutions se traduisent par des coûts de financement plus élevés et un environnement de financement moins prévisible. Le coût des nouveaux emprunts pour les émetteurs souverains de la zone OCDE a plus que doublé depuis 2021, passant d'une moyenne de 1,4 % en 2021 à 3,3 % en 2022. En conséquence, le pays médian de l'OCDE verrait ses paiements d'intérêts augmenter de 0,9 % à 1,6 % du PIB en cas de refinancement de 47 % de l'encours de sa dette dans les conditions en 2022 par rapport à 2021, soit une hausse de 80 %.

Les échéances moyennes se sont considérablement allongées au cours de la décennie précédente dans les pays de l'OCDE, une tendance inchangée en 2022, et de nombreux pays ont émis des obligations à longue échéance et à faible rendement ces dernières années. Néanmoins, dans l'ensemble de la zone OCDE, les portefeuilles de dette peuvent être exposés aux variations de taux d'intérêt à court terme, 29 % de la dette arrivant à échéance ou devant être refixée à de nouvelles conditions de taux d'intérêt en 2023, contre 47 % d'ici 2025.

Les conditions de marché se sont détériorées avec le resserrement de la liquidité sur les marchés des obligations souveraines

Outre la hausse des coûts de financement, les offices de gestion de la dette des pays de l'OCDE signalent une détérioration des conditions de marché, et des conditions de liquidité en particulier, plus de 60 % des pays faisant état d'une dégradation entre 2021 et 2022. Les principaux facteurs cités pour expliquer cette tendance étaient l'incertitude macroéconomique, les évolutions de la politique monétaire, les risques géopolitiques et la détérioration des perceptions des investisseurs.

L'arrêt des programmes d'achat d'actifs des banques centrales peut également exercer des pressions sur les marchés par divers biais, ce qui peut accroître les coûts pour les acteurs du marché et, par conséquent, les rendements, bien que les effets exacts dépendent du rythme et de l'ampleur du resserrement.

Dans ce contexte, les *Perspectives* rappellent l'importance pour les gestionnaires de la dette d'utiliser une variété d'outils pour soutenir la liquidité, notamment en améliorant la communication sur le marché, et en mettant à profit les mécanismes de garantie et de rachat. Le chapitre 4 est consacré à l'examen des pratiques de soutien à la liquidité existantes et adresse des recommandations stratégiques et techniques aux offices de gestion de la dette souveraine lorsqu'ils établissent ou réexaminent leurs programmes de rachat et de conversion, ce qui peut aider à minimiser les coûts d'emprunt au fil du temps pour les États en réduisant les primes de liquidité.

Les économies émergentes et en développement sont confrontées à des risques accrus en période de resserrement monétaire

La détérioration des conditions de liquidité au niveau mondial affecte les émetteurs des marchés émergents et des économies en développement (EMDE) confrontés au phénomène de fuite vers les placements sûrs. Les émissions de dette souveraine des pays EMDE sur les marchés financiers ont considérablement diminué dans toutes les régions à l'exception de la République populaire de Chine (Chine) en 2022, passant de 4 100 milliards USD en 2021 à 3 800 milliards USD en 2022. C'est en Afrique sub-saharienne que la baisse a été la plus marquée, avec une chute des émissions de 32 %, suivie de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (-25 %), puis de la région Amérique latine et Caraïbes. Dans le même temps, l'échéance moyenne à l'émission s'est raccourcie dans toutes les régions, et la part de la dette libellée en devises a continué de baisser, les émetteurs ayant davantage recours aux marchés des titres en monnaie locale à plus court terme, dans un contexte de détérioration des perceptions des investisseurs et de hausse des coûts d'emprunt.

Parmi les EMDE, les pays à faible revenu sont confrontés à un risque de refinancement plus important puisque 20 % de l'encours de leur dette est exigible dans un délai d'un an et 42 % dans un délai de trois ans. Plusieurs pays, dont la Zambie, le Sri Lanka et le Ghana, connaissent d'ores et déjà une situation d'extrêmes tensions sur leur dette souveraine. Pour l'avenir, il est important que ces pays continuent de recevoir un soutien financier et technique des institutions financières internationales afin de gérer leur dette de manière transparente et prudente.

La valeur totale des obligations souveraines durables émises a baissé par rapport aux records précédents, mais l'activité d'émission reste soutenue et le nombre d'émetteurs souverains augmente

L'émission d'obligations souveraines durables, axées sur des résultats environnementaux ou sociaux spécifiques ou généraux, a considérablement augmenté ces dernières années, atteignant des niveaux record en 2021. Les émissions ont reculé de 18 % en 2022, principalement en raison du ralentissement de l'activité des grands émetteurs. Cependant, le nombre de pays émettant des obligations durables a continué d'augmenter, puisqu'on en comptait 10 nouveaux en 2022, auxquels s'ajouteront 9 autres attendus en 2023.

Les *Perspectives* décrivent également les pratiques de l'OCDE tout au long du processus d'émission d'obligations durables, de l'établissement de cadres à l'identification des projets éligibles, en passant par la certification, l'émission et le reporting. Il est possible d'agir en priorité à divers stades du processus en vue d'améliorer l'efficacité et l'impact des obligations souveraines durables. Au niveau des émetteurs, les gouvernements doivent être en mesure d'étendre et d'identifier plus facilement les dépenses éligibles, notamment en utilisant des pratiques de budgétisation verte, ainsi que de renforcer leur propre capacité à développer et à émettre ces instruments. Au niveau du marché, une plus grande standardisation des produits durables, des taxonomies associées et des rapports d'impact contribuera à stimuler le développement du marché et à réduire les coûts pour les investisseurs et les émetteurs.