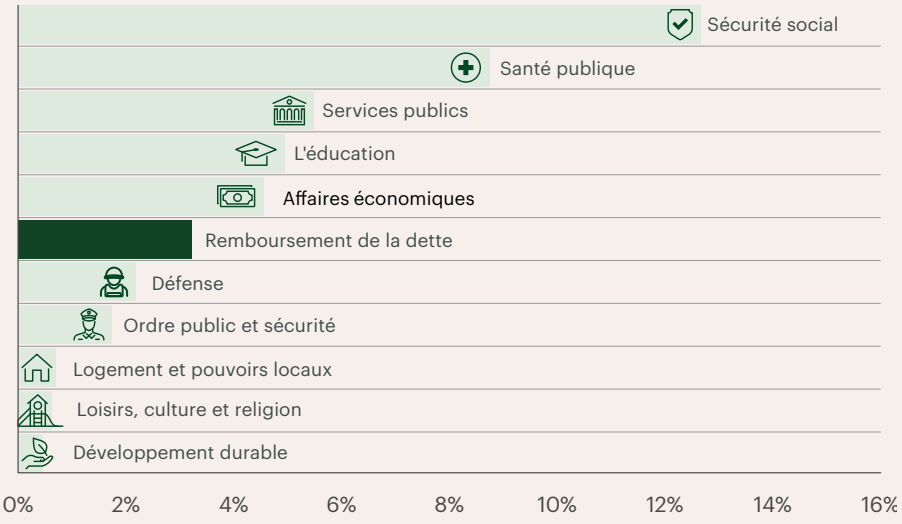
La volatilité s'étend au-delà des marchés boursiers

Par *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy

Les niveaux d'endettement ont grimpé en flèche depuis la crise financière de 2008. L'assouplissement quantitatif au cours de la période COVID a jeté de l'huile sur le feu. Jamais la montagne de la dette n'a été aussi élevée en temps de paix. Comment pouvons-nous résoudre le problème et à quoi les investisseurs doivent-ils faire attention ?

Une grande partie de l'encours de la dette souveraine et de la dette des entreprises a été contractée lorsque les taux d'intérêt étaient faibles, voire nuls. Dans les années à venir, il faudra refinancer ces dettes, ce qui constituera un défi dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt. Bien que la Fed, la banque centrale américaine, ait réduit son taux directeur en 2024, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté. Les États et les entreprises empruntent généralement à plus long terme. Les taux d'intérêt à long terme ne sont pas fixés par les banques centrales mais par les marchés financiers. Tant que le marché a des attentes élevées en matière d'inflation, les taux d'intérêt à long terme restent fondamentalement élevés. Des taux d'intérêt à long terme relativement élevés entraînent des coûts d'emprunt plus élevés. En bref, un pourcentage croissant du PIB est consacré aux paiements d'intérêts au lieu d'être consacré à d'autres secteurs cruciaux susceptibles de stimuler l'économie. En 2024, par exemple, le gouvernement dépensera en moyenne plus pour le paiement des intérêts sur l'encours de sa dette que pour la défense (Graphique 1).

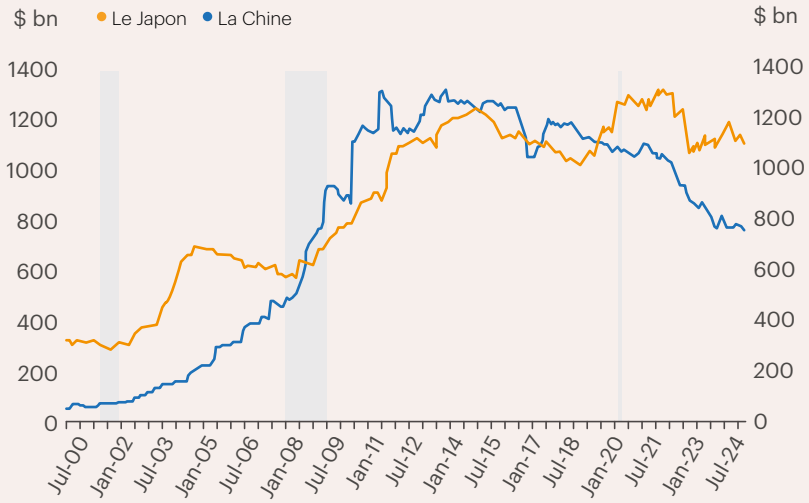
Graphique 1 : Paiements d'intérêts de l'OCDE en pourcentage du PIB (2024) par rapport aux fonctions publiques (2022). Source : Rapport de l'OCDE sur la dette 2025



Graphique 2 : Paiements d'intérêts par rapport au PIB
Source : OECD Debt Report 2025, FT

Country	2023	2025
UK	3,2 %	2,9 %
Japan	1,2 %	1,2 %
Germany	0,9 %	1,0 %
France	1,9 %	2,1 %
US	4,4 %	4,7 %
Italy	3,7 %	4,1 %
OECD aggregate	3,0 %	3,3 %

Graphique 3 : Le Japon a devancé la Chine en tant que premier investisseur étranger dans les titres d'État américains.
Source : Bloomberg, Apollo Chief Economics



Entre 2021 et 2024, les charges d'intérêt en pourcentage du PIB sont passées du niveau le plus bas au niveau le plus élevé en 20 ans. Aujourd'hui, les paiements d'intérêts sont élevés par rapport au PIB

La montée des tensions géopolitiques et des années de sous-investissement dans la défense imposent aujourd'hui un virage radical à l'Europe. L'Allemagne, premier de la classe en matière de discipline budgétaire, jette enfin l'éponge. Les menaces de Trump sur le Groenland, le canal de Panama, la sortie de l'OTAN, ... ont réveillé l'Occident. L'Europe ne peut plus se cacher derrière son grand frère, les États-Unis, et doit de toute urgence prendre en main sa propre sécurité. Des investissements substantiels sont nécessaires, mais de nombreux pays ont accumulé d'importants déficits budgétaires, ce qui les oblige à emprunter davantage. Selon l'OCDE, environ 45 % des dettes des pays membres de l'OCDE arriveront à échéance d'ici 2027. Le refinancement de ces dettes se fera très probablement à des taux d'intérêt plus élevés que si ces dettes avaient été émises. Entre 2021 et 2024, les charges d'intérêt en pourcentage du PIB sont passées du niveau le plus bas au niveau le plus élevé en 20 ans. Aujourd'hui, les paiements d'intérêts sont élevés par rapport au PIB (Graphique 2). **Ce qui est inquiétant , c'est que les Etats doivent non seulement s'endetter davantage, mais que leur dette devient aussi de plus en plus coûteuse.**

Les obligations d'État américaines ont souvent été considérées comme des valeurs refuges. Cependant, est-ce toujours le cas aujourd'hui, alors que les États-Unis ont le deuxième taux d'endettement le plus élevé parmi les pays de l'OCDE ? Si l'on examine de plus près les créanciers des titres d'État américains, on constate une rotation des banques centrales vers les investisseurs privés étrangers et de la Chine vers le Japon. Par exemple, la Chine a été le principal investisseur étranger dans les titres d'État américains jusqu'en 2019. Mais compte tenu de la rivalité croissante entre la Chine et les États-Unis, il n'est pas surprenant que la Chine ait réduit ses investissements dans les titres du gouvernement américain de 1,3 milliard d'USD à 0,8 milliard d'USD au cours des dix dernières années. Aujourd'hui, le Japon est le plus grand créancier avec 1,1 million d'USD (GRAPHIQUE 3). L'augmentation du nombre d'investisseurs japonais est principalement due à l'écart important de taux d'intérêt entre les titres de créance américains et japonais. Mais la combinaison d'une hausse de l'inflation japonaise, d'une part, et d'une augmentation des taux d'intérêt sur les obligations d'État japonaises, d'autre part, pourrait renverser la situation. Les investisseurs étrangers occupent également une place importante sur le marché américain des obligations d'entreprises. Le pourcentage d'obligations de sociétés détenues par des étrangers est passé de 4 % à 30-40 % depuis 1980. Les étrangers continueront-ils à acheter du papier américain dans de telles proportions ?

« PUT » DE LA FED

Le « put » de la Fed fait référence à l'idée que la Fed américaine interviendra pour soutenir les marchés financiers en période de fortes turbulences, par exemple en abaissant les taux d'intérêt ou en procédant à des achats d'actifs (assouplissement quantitatif).

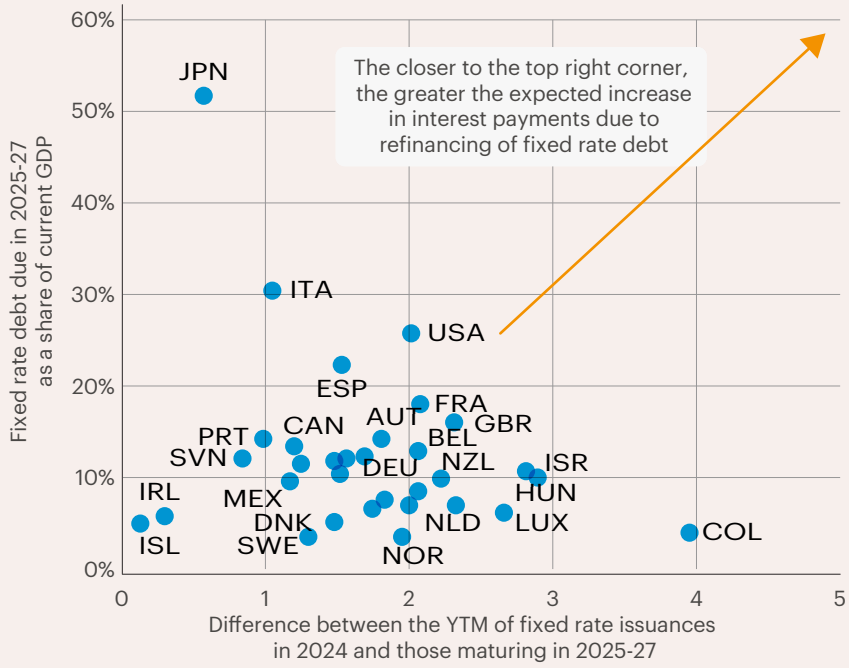
Le terme « put » provient de la négociation d'options, où il donne au détenteur le droit de vendre un actif à un prix spécifique, offrant ainsi une protection contre la tendance baissière.

Origine de l'option de vente de la Fed :
Le krach boursier de 1987 (lundi noir), lorsque la Réserve fédérale est rapidement intervenue en réduisant les taux d'intérêt pour stabiliser le système financier. Après la crise financière de 2008, lorsque la Fed a mené une politique monétaire agressive, notamment en abaissant les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro et en lançant un assouplissement quantitatif, afin d'éviter un effondrement complet du système financier.

Une grande partie de l'énorme montagne de dettes arrive à échéance dans les deux prochaines années. Ces dettes doivent être refinancées à des conditions plus coûteuses.

Pendant la pandémie, les banques centrales ont massivement acheté des obligations d'État pour abaisser artificiellement les taux d'intérêt et relancer l'économie. Cela a conduit à une forte inflation, obligeant les banques centrales à augmenter les taux d'intérêt et à réduire leurs politiques accommodantes. Depuis que la Fed a relevé ses taux d'intérêt en 2022, la part de la dette publique détenue par les banques centrales a de nouveau diminué. En lieu et place de la Fed, les investisseurs privés ont acheté massivement des obligations d'État américaines car elles offrent à nouveau des rendements plus élevés. Ce changement a deux conséquences : les obligations d'État américaines peuvent être plus volatiles car les investisseurs sont plus dynamiques et paniquent et vendent plus rapidement en temps de crise. Deuxièmement, la Fed dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour racheter des obligations d'État et autres si nécessaire - ce que l'on appelle le « put » de la Fed.

Graphique 4 : Facteurs déterminant l'augmentation future des paiements d'intérêts par pays Source : OECD Debt Report 2025



Comme pour les actions, l'attrait des obligations est déterminé par l'offre et la demande. Lorsqu'un pays est confronté à des défaillances de l'État, à un niveau d'endettement élevé et à des prévisions d'inflation élevées, le marché exige des rendements plus importants.

Le quatrième graphique montre qu'il est aujourd'hui plus coûteux pour de nombreux pays de contracter de nouvelles dettes. L'Amérique et la Belgique, par exemple, paient actuellement 2 % de plus pour émettre une nouvelle dette que pour refinancer celle arrivant à échéance dans les deux prochaines années. En outre, le graphique indique également la part de la dette arrivant à échéance dans les deux ans, en proportion du PIB. Au Japon, ce montant est particulièrement élevé : il dépasse 50 % du PIB. **Les pays situés dans le coin supérieur droit du graphique présentent le risque le plus élevé de devoir payer des intérêts plus importants à l'avenir.** Les obligations d'État japonaises et américaines sont souvent perçues comme des valeurs refuges, mais elles se trouvent justement dans le segment le plus risqué.

En tant qu'investisseur, il est d'autant plus important de diversifier ses placements et de ne pas investir tous ses œufs dans des « valeurs refuges » ou dans le secteur le plus « en vogue ».

Caveat Emptor. Les investissements alternatifs prennent une place croissante dans les portefeuilles diversifiés. Après le private equity, c'est aujourd'hui le private credit qui est à l'honneur. Il s'agit de prêts à des entreprises non cotées en bourse. Ils offrent des rendements élevés, mais comportent également des risques supplémentaires. Par exemple, il y a moins de transparence et moins de liquidité. Le marché du crédit privé a explosé pour atteindre 1,8 trillion d'USD, soit une croissance de 19 fois depuis 2000. Aujourd'hui, nous assistons aux premiers lancements d'ETF dans ce segment. La prudence est d'ores et déjà de mise !

Une grande partie de l'énorme montagne de dettes arrive à échéance dans les deux prochaines années. Ces dettes doivent être refinancées à des conditions plus coûteuses. De ce fait, de plus en plus d'argent public est consacré au remboursement de la dette au lieu de secteurs cruciaux tels que la défense. Les valeurs refuges telles que les titres du gouvernement américain sont plus vulnérables aujourd'hui en raison des facteurs que nous avons mentionnés ci-dessus.

En tant qu'investisseur, il est d'autant plus important de diversifier ses placements et de ne pas investir tous ses œufs dans des « valeurs refuges » ou dans le secteur le plus « en vogue ». •

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE
142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Anvers
Tél (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2025 Securities De Munter.
Tous droits réservés.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand- Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.