

Flash Economie

N° 1

2 janvier 2026

ossiam

La discipline de marché ne fonctionne jamais

La discipline de marché est une situation où les autorités d'un pays sont incitées à revenir à une politique économique (essentiellement budgétaire) sérieuse, rigoureuse, en raison de la dégradation des marchés financiers (dépréciation du taux de change, hausse des taux d'intérêt) qui survient tant que des politiques laxistes sont menées. Ces politiques laxistes entraînent l'apparition à la fois d'un déficit public et d'un déficit extérieur très importants.

Mais l'analyse des épisodes historiques passés montre qu'il n'y a pas discipline de marché. En réalité, les marchés financiers ne réagissent pas aux politiques budgétaires anormalement expansionnistes ou aux déficits extérieurs massifs, et se dégradent brutalement et non progressivement. Il y a crise et non incitation à corriger les politiques économiques. Ceci s'est observé dans les pays du sud de l'Europe (Grèce, Espagne, Portugal), avant la crise de la zone euro en 2010 ; ceci s'observe probablement aujourd'hui aux Etats-Unis et en France.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Définition de la discipline de marché

Supposons qu'un pays réalise une **forte hausse de son déficit public et une forte dégradation de sa balance commerciale** en raison des politiques (essentiellement budgétaires) très expansionnistes qui y sont menées. S'il y a discipline de marché, dans cette configuration, apparaîtra une dégradation progressive **de la situation sur le marché obligataire** (hausse lente et continue des taux d'intérêt) **et de la situation sur le marché des changes** (dépréciation du change). Bien sûr, si le pays participe à une union monétaire, il ne peut pas y avoir dépréciation du change et il y a uniquement hausse des taux d'intérêt.

Cette dégradation de la situation sur le marché obligataire et sur le marché des changes, s'il y a discipline de marché, est progressive, et fait apparaître **une incitation à revenir à des politiques plus restrictives**, à mener des politiques de stabilisation.

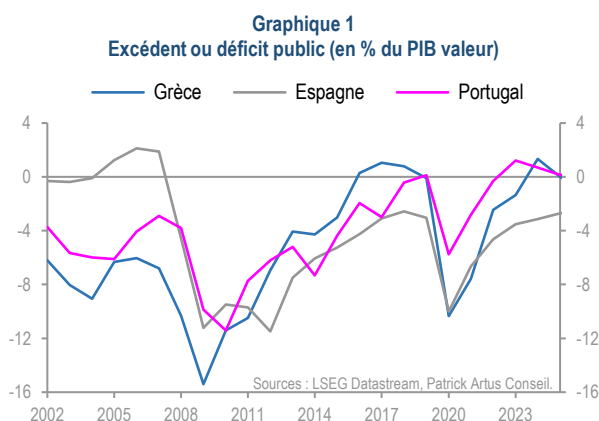
Mais les précédents historiques montrent qu'il n'y a pas discipline de marché

S'il y a discipline de marché, si des politiques excessivement expansionnistes sont menées qui font apparaître un important déficit extérieur et un important déficit public, on s'attend donc à ce que les marchés financiers se dégradent progressivement, ce qui laisse le temps au gouvernement du pays pour mener des politiques de correction, de revenir à une orientation moins expansionniste de sa politique économique (essentiellement de sa politique budgétaire). **En réalité on observe une évolution différente** : pendant longtemps, les marchés financiers ne réagissent pas aux déficits publics et aux déficits extérieurs, puis brutalement il y a crise financière qui impose un ajustement brutal et non progressif des politiques économiques.

Cette dynamique a été très visible **dans les pays du sud de la zone euro** (Grèce, Espagne, Portugal) **pendant la crise de la zone euro** (2010-2014).

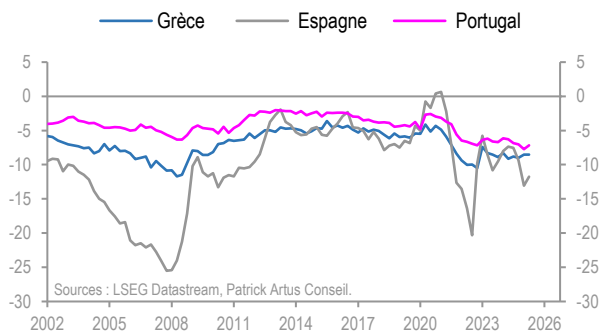
Ces pays ont été caractérisés :

- **par un déficit public très important et très antérieur à la crise** (depuis le début des années 2000 en Grèce et au Portugal, depuis 2008 en Espagne), **Graphique 1** ;



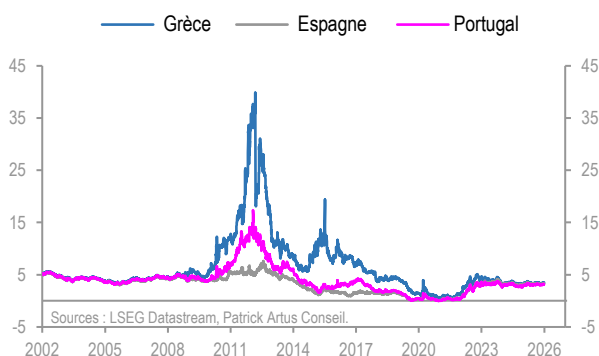
- **par un déficit extérieur aussi nettement antérieur à la crise** (depuis le début des années 2000 en Grèce, en Espagne et au Portugal), **Graphique 2** ;

Graphique 2
Balance commerciale des biens
(données trimestrielles, en milliards d'euros)



La situation budgétaire et celle du commerce extérieur se dégradent donc bien avant que le marché obligataire réagisse, la hausse des taux d'intérêt à long terme ne se produisant qu'à partir de 2010 en Grèce, de 2011 en Espagne et au Portugal (Graphique 3).

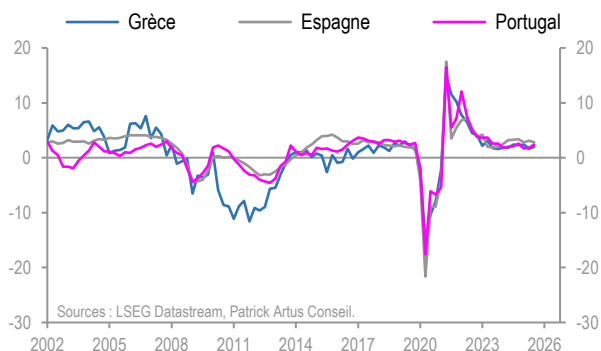
Graphique 3
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



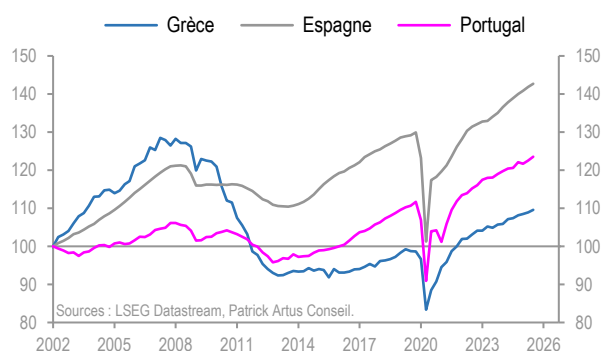
Il s'écoule donc plus de deux ans entre la dégradation du déficit public et de la balance commerciale et la date où le marché obligataire réagit à ces dégradations.

Mais la crise obligataire, lorsqu'elle se déclenche, est brutale et conduit à un recul violent de l'activité (Graphiques 4a/4b).

Graphique 4a
PIB (volume, GA en %)



Graphique 4b
PIB (volume, 100 : 2002.T1)

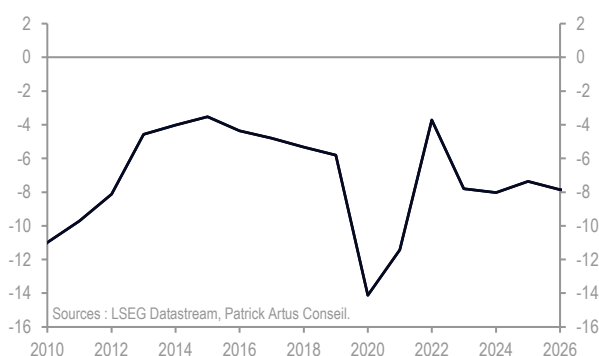


Il n'y a donc pas de discipline de marché qui aurait donné le temps aux pays de corriger leur politique budgétaire trop expansionniste, il y a crise brutale, d'où un recul violent de l'activité.

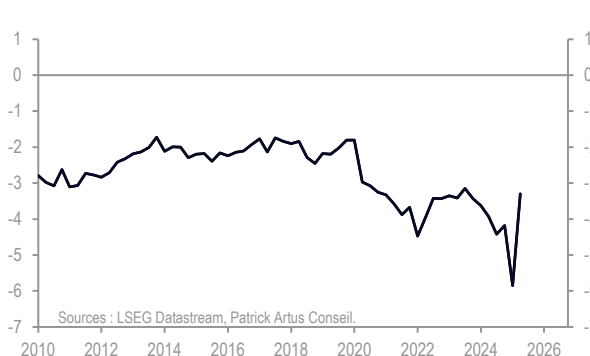
La même configuration s'observe aujourd'hui aux Etats-Unis et en France

Les Etats-Unis ont un déficit public et un déficit extérieur très élevés (Graphiques 5a/5b). Si l'administration Trump continue à reculer sur les droits de douane, et si le projet de subvention des ménages (à hauteur de 2000 dollars par ménage américain) voit effectivement le jour, le déficit public des Etats-Unis sera proche de 9% du PIB en année pleine, ce qui entraînera aussi à la hausse le déficit extérieur.

Graphique 5a
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB valeur)

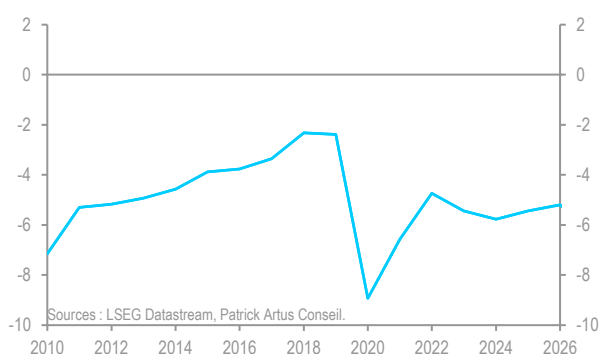


Graphique 5b
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)

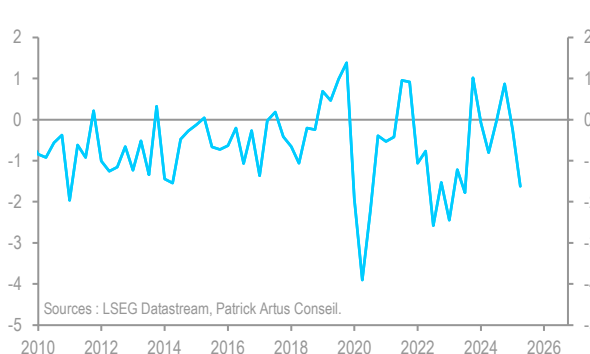


La France n'arrive pas, en raison de l'absence de majorité au Parlement, **à réduire son déficit public (Graphique 6a).** Cependant son déficit extérieur reste faible (**Graphique 6b**).

Graphique 6a
France : déficit budgétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 6b
France : balance courante (en % du PIB valeur)

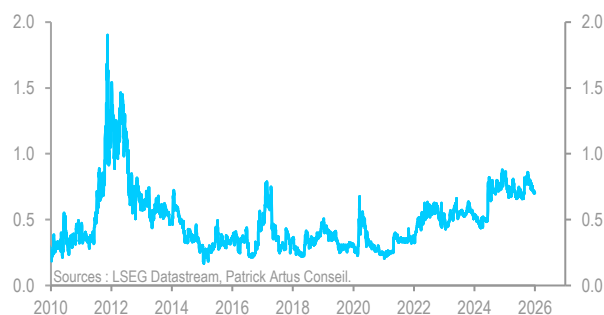


Pourtant, le taux d'intérêt à 10 ans des Etats-Unis et le spread de taux d'intérêt à 10 ans entre la France et l'Allemagne restent assez faibles (Graphiques 7a/7b).

Graphique 7a
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 7b
France : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne (en points de %)

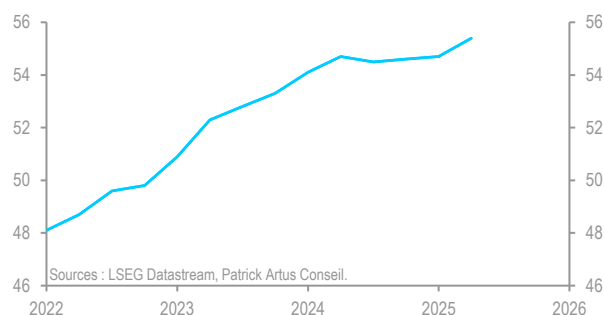


Les investisseurs étrangers continuent à acheter de la dette publique des Etats-Unis (**Graphique 8a**) et de la France (**Graphique 8b**), malgré la dégradation des finances publiques.

Graphique 8a
Etats-Unis : détention de Treasuries par les non-résidents (en Md\$)



Graphique 8b
France : détention par les non-résidents de la dette négociable de l'Etat (en %)



Synthèse : quelles perspectives aux Etats-Unis et en France ?

Nous avons vu, dans le cas des pays du sud de la zone euro, que la discipline de marché ne fonctionnait pas. Au lieu qu'il y ait dégradation précoce et progressive des marchés financiers en réponse à une politique économique qui fait apparaître un déficit public et un déficit extérieur importants, il y a dégradation brutale et tardive des marchés (obligataire, des changes), qui empêche de pouvoir corriger progressivement les politiques économiques trop expansionnistes.

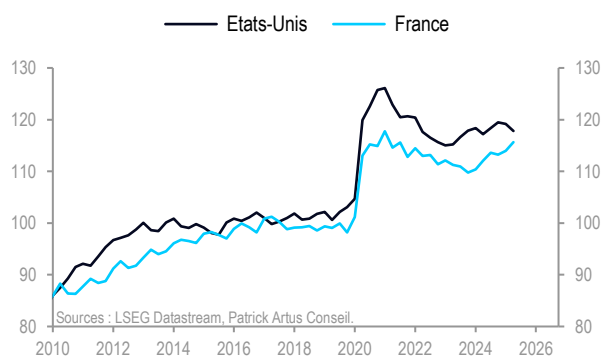
Aux Etats-Unis et en France, on observe aussi un déficit public excessif et, aux Etats-Unis un déficit extérieur excessif. Il faut donc envisager la possibilité, dans ces pays, d'une crise tardive de la dette publique et, aux Etats-Unis, une dépréciation forte du taux de change.

Bien sûr, ces deux pays bénéficient d'une protection contre les crises :

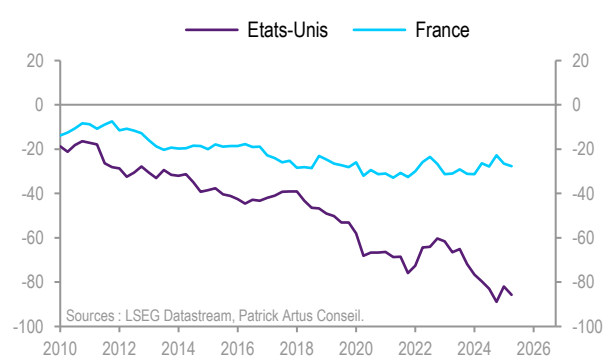
- aux **Etats-Unis**, par le rôle international du dollar qui attire des capitaux vers les Etats-Unis ;
- en **France**, par la conviction des investisseurs qu'un défaut sur la dette publique est impossible parce qu'il serait inacceptable pour la BCE, qu'il entraînerait une défiance vis-à-vis de tous les actifs financiers en euros.

Mais à l'inverse, on ne peut pas croire que les investisseurs resteront sans réaction face à la hausse certaine du taux d'endettement public (Graphique 9a) et aux Etats-Unis, à celle du taux d'endettement extérieur net (Graphique 9b).

Graphique 9a
Dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
Dette ou avoirs extérieurs nets (en % du PIB valeur)



Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.