

# Le retour des justiciers du marché obligataire

*Les marchés feront-ils à nouveau pression sur la politique budgétaire ?*

**Ramana Ramaswamy**



PHOTO - ONURPINAR PHOTOGRAPHY

**LES JUSTICIERS DU MARCHÉ OBLIGATAIRE** sont une espèce en voie de disparition. Ce terme désigne les courtiers obligataires qui combattent le laxisme budgétaire, mais aussi les politiciens partisans du minimalisme gouvernemental. Ils ont eu beaucoup d'influence sur la politique budgétaire pendant une vingtaine d'années jusqu'en 2008, mais ils ne sont plus craints. Depuis quelques années, le marché obligataire est incapable d'imposer des primes de risque (des rendements plus élevés) aux pays dont la politique budgétaire ne tient pas la route. Les forces politiques qui militent habituellement pour le minimalisme gouvernemental se sont tues. Par exemple, beaucoup d'observateurs s'étonnent de la réticence dont font montre depuis peu les faucons budgétaires au Congrès américain.

Que s'est-il passé ? La structure économique des pays avancés s'est-elle transformée pour permettre un endettement public plus vaste qu'auparavant ? Le soutien des Républicains à l'expansion budgétaire en période de plein-emploi est-il une manœuvre politique ou le signe d'une transformation plus profonde de l'économie ? Les marchés obligataires seront-ils un jour en mesure de faire à nouveau pression sur les gouvernements ? Il est crucial de trouver une réponse à ces questions, tant pour les politiciens que pour les marchés.

Chacun sait que l'assouplissement quantitatif (l'achat massif d'obligations publiques par les banques centrales) a modifié du tout au tout la relation entre la dette et les rendements obligataires. L'apparition d'un gros acheteur d'obligations fait invariablement baisser les rendements. Ce qui est moins évident est que les rendements obligataires sont beaucoup plus sensibles à l'inflation qu'à la viabilité budgétaire. Et l'assouplissement quantitatif n'a pas fait grimper l'inflation aussi vite ni aussi longtemps que prévu à l'origine. La conjonction de ces achats directs d'obligations, du fait que l'inflation n'est pas montée en flèche compte tenu du volume des achats d'obligations, et de la grande sensibilité des rendements à l'inflation a produit un puissant expédient, apte à maintenir les rendements obligataires bas pendant des années.

La faiblesse des rendements obligataires a radicalement changé la gestion de la dette et des déficits. Il y a moins d'obstacles aux dépenses publiques lorsque les rendements sont bas. Les politiciens ne sont plus contraints de faire des choix difficiles entre des objectifs concurrents. Il y a simplement moins de raisons de faire des mécontents en réduisant les dépenses lorsqu'on a plus d'aisance. Pourquoi grogner pour rien si on peut satisfaire tout le monde ? Le silence des forces politiques favorables au minimalisme gouvernemental tient principalement à cette conjonction d'endettement élevé et de bas rendements.

La réticence des politiciens partisans du minimalisme pourrait peut-être aussi s'expliquer par une compréhension plus fine de la politique budgétaire : dans les pays où la demande est insuffisante et la politique monétaire inefficace, il faut accroître les dépenses budgétaires pour éviter une profonde contraction. J'ai du mal à croire que cette révélation ait fait taire les faucons budgétaires. La persistance des faibles rendements explique de manière plus plausible une inflexion de la politique budgétaire.

Par ailleurs, les défaillances des emprunteurs souverains sont perçues autrement. La phase d'assouplissement quantitatif par laquelle sont passés le Japon et la zone euro a changé du tout au tout la façon dont le marché considère désormais les défaillances. La viabilité de la dette pose plus de problèmes au Japon et à l'Italie qu'aux États-Unis. Il y a de grandes différences entre le Japon et l'Italie, mais, au fond, les deux pays ont une dette élevée, une croissance lente et une population de

## La faiblesse des rendements obligataires a radicalement changé la gestion de la dette et des déficits.

plus en plus vieillissante. Cela grève lourdement la viabilité de leur dette.

Comme aux États-Unis, le but déclaré de l'assouplissement quantitatif au Japon et dans la zone euro est de stimuler l'inflation. Mais son effet involontaire (certains diraient « son intention non déclarée », bien que les banques centrales le démentent avec force) a été de faire disparaître les primes de défaillance du marché obligataire. Lorsqu'un pays ayant un ratio d'endettement de 240 % du PIB, tel que le Japon, parvient à garder des rendements obligataires à 10 ans proches de zéro, les marchés obligataires ont du mal à calculer la probabilité de défaut ailleurs. Ainsi, comme l'assouplissement quantitatif devient un élément intégral de l'arsenal de la banque centrale, cela change fondamentalement la manière dont le marché perçoit la défaillance et est capable d'en évaluer le coût. Le laxisme budgétaire a un coût minimal pour l'administration publique.

C'est ce facteur, à savoir l'incapacité du marché à évaluer les primes de risque, et non l'évolution de la structure de l'économie, qui permet un niveau d'endettement plus élevé avec peu de dégâts collatéraux. Le processus politique prend le dessus. Au fond, la structure des pays avancés peut justifier des niveaux d'endettement moins élevés aujourd'hui. Du fait du vieillissement démographique, les dépenses de santé et de retraites vont augmenter à l'avenir, tandis que la capacité d'expansion va diminuer.

L'adjonction de l'assouplissement quantitatif aux puissants effets désinflationnistes de la technologie, de la mondialisation et de l'affaiblissement de la situation du travail a muselé les justiciers du marché obligataire. Alors que l'assouplissement quantitatif disparaît peu à peu de l'économie américaine raffermie, il reste en place au Japon, comme dans la zone euro. Il n'est guère en passe de disparaître, compte tenu des taux d'inflation bas et du soutien budgétaire implicite qu'il apporte. Le marché obligataire mondial va donc continuer à subir les effets de l'assouplissement quantitatif, bien qu'il s'efface peu à peu de la scène américaine.

L'inflation est l'élément crucial pour ressusciter les justiciers du marché obligataire. Nul ne sait exactement combien de temps va durer la tendance désinflationniste structurelle des vingt dernières années. Elle ne persistera guère, si la mondialisation bat en retraite. Nous sommes peut-être à un de ces points d'inflexion, car le retour de flamme à l'encontre du libre-échange et des mouvements de travailleurs transfrontaliers s'amplifie. Les pouvoirs

publics pourraient aussi favoriser l'ancrage de la production dans les pays, grâce à des incitations fiscales, ce qui rendrait plus onéreux le recours aux chaînes d'approvisionnement internationales.

Si l'inflation fait place à la désinflation, il faudrait mettre fin à l'assouplissement quantitatif, ainsi qu'au soutien budgétaire implicite, qui est passé sous silence, mais constitue néanmoins un élément majeur. Tout l'enchaînement d'événements qui a poussé les justiciers du marché obligataire près de l'extinction serait inversé. Les recherches sur Google déclencheraient une avalanche de rapports sur ces fameux justiciers, et les faucons budgétaires du Congrès sortiraient de l'ombre. Les gouvernements seraient sur la sellette et cela infléchirait profondément la politique budgétaire. **FD**

**RAMANA RAMASWAMY** est un éminent visiteur universitaire au Queen's College de l'université de Cambridge.

