

Flash Economie

N° 69

18 juin 2025

La dominance fiscale va être présente aux Etats-Unis et dans la zone euro

La dominance fiscale est une situation où le gouvernement n'assure pas la soutenabilité de la dette publique et maintient un déficit public primaire (hors intérêts sur la dette publique) particulièrement élevé. Nous pensons que la trajectoire prévue pour le déficit public aux Etats-Unis, et les récentes modifications des règles budgétaires en Europe vont effectivement faire apparaître une situation où les déficits budgétaires primaires vont être constamment élevés. La banque centrale est alors en difficulté. Le maintien de déficits publics importants pousse à la hausse l'inflation, et la réaction normale de la politique monétaire serait de devenir plus restrictive. Mais une politique monétaire restrictive accélère l'accumulation de dette publique et peut provoquer une crise de la dette.

On s'attend normalement donc à ce que la dominance fiscale conduise la banque centrale à mener une politique monétaire expansionniste, pour éviter une crise de la dette publique, et à accepter une inflation plus élevée que son objectif d'inflation.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

📺 Patrick Artus

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.

La définition de la dominance fiscale

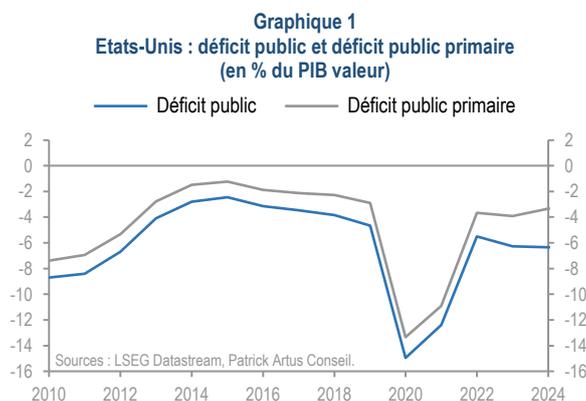
La « **dominance fiscale** » est une situation où **les autorités budgétaires n'assurent pas la soutenabilité de la dette publique** (le déficit budgétaire primaire reste élevé), et où **la banque centrale est obligée de mener une politique monétaire expansionniste** pour assurer la stabilité du taux d'endettement public. Il peut s'agir d'une politique de taux d'intérêt très bas, ou bien d'un Quantitative Easing irréversible (la banque centrale achète alors de manière irréversible de la dette publique, ce qui est équivalent à l'annulation de la dette publique achetée, puisque la banque centrale reverse ses profits à l'Etat, ce qui implique que les intérêts versés par l'Etat à la banque centrale sont reversés par la banque centrale à l'Etat). La situation de dominance fiscale implique que la banque centrale ne peut plus poursuivre ses objectifs traditionnels (une inflation faible) mais doit se consacrer au rétablissement de la soutenabilité de la dette publique.

La situation de « **dominance fiscale** » est très différente de la situation normale de « **dominance monétaire** », où la politique budgétaire assure la soutenabilité de la dette publique (il y a un excédent budgétaire primaire suffisant pour que le taux d'endettement public n'augmente pas) et où la politique monétaire poursuit ses objectifs traditionnels (inflation faible, stabilité financière, ...).

Le passage à la dominance fiscale est probable aux Etats-Unis et dans la zone euro

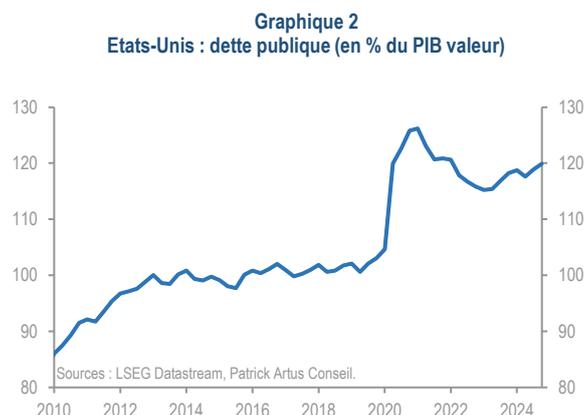
1. Etats-Unis

Le déficit public et le déficit budgétaire primaire (**Graphique 1**) vont rester très élevés ;



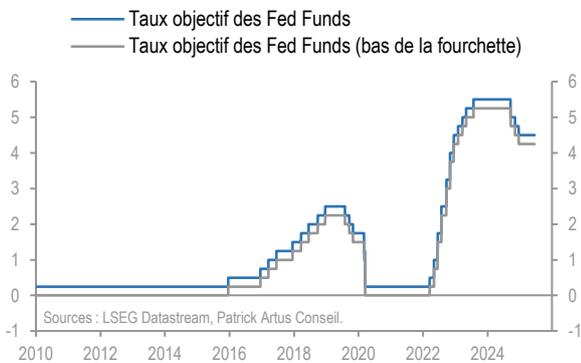
Pour l'année fiscale 2025, compte tenu du déficit public observé d'octobre 2024 à avril 2025 (1,9 trillion de dollars), le déficit public sera probablement proche de 7% du PIB. Le Congressional Budget Office estime que le déficit public fédéral restera voisin de 7% du PIB de 2026 à 2034, amenant **le taux d'endettement fédéral** des Etats-Unis à au moins 122,4% du PIB en 2034 contre 100% en 2024.

Si l'on considère la dette publique totale, y compris la dette publique des collectivités locales, on arrive aujourd'hui à une dette de 120% du PIB (**Graphique 2**).

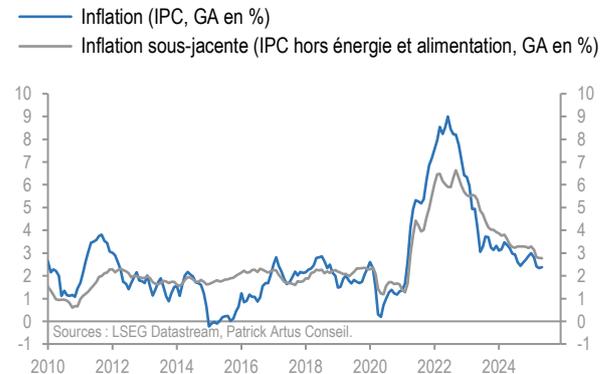


Il est probable que, après la fin du mandat de Président de la Réserve Fédérale de Jerome Powell en mai 2026, Donald Trump nommera le successeur de Jerome Powell en choisissant une personne qui acceptera de mener **une politique monétaire plus expansionniste** (Graphique 3), de manière à déprécier le dollar et à stabiliser le taux d'endettement public. **On passera alors en régime de dominance fiscale**, ce qui veut dire que la Réserve Fédérale renoncera à ramener l'inflation sous-jacente à 2% (Graphique 4).

Graphique 3
Etats-Unis : taux Fed Funds (en %)



Graphique 4
Etats-Unis : inflation et inflation sous-jacente (en %)



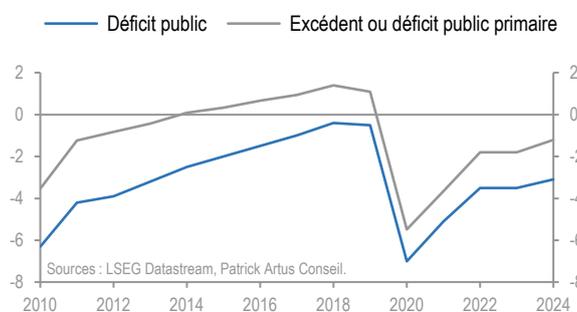
2. Europe / zone euro

Dans la période récente :

- la Commission Européenne a accepté de ne pas inclure la hausse des dépenses militaires dans le déficit public qui est limité à 3% du PIB ;
- l'Allemagne a annoncé un plan d'investissement dans les infrastructures de 500 milliards d'euros ;
- le Rapport Draghi a suggéré une hausse du taux d'investissement (public et privé) de l'Europe de 5 points de PIB, ce qui inclut des investissements dans la transition énergétique, dans le financement des innovations de rupture, dans le numérique.

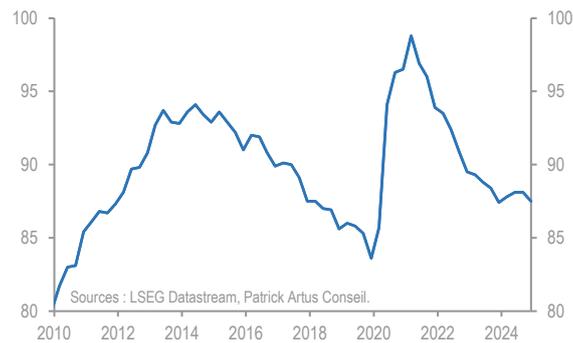
Il est donc très probable que dès 2025-2026, le déficit public de la zone euro sera supérieur au niveau de 3,2% du PIB qui était prévu antérieurement à ces changements de règles budgétaires, et que la zone euro conservera un déficit public primaire (hors intérêts sur la dette publique, Graphique 5).

Graphique 5
Zone euro : déficit public et excédent ou déficit public primaire (en % du PIB valeur)



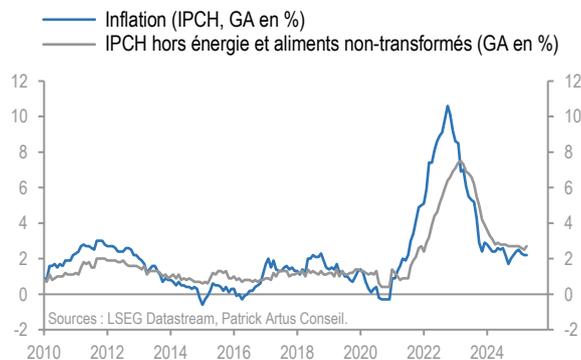
Il est probable que la BCE va accompagner cette politique budgétaire plus expansionniste par une politique monétaire également expansionniste. Elle ne voudra pas que la politique monétaire soit un obstacle à la hausse des investissements publics ou des dépenses militaires, elle voudra limiter l'accumulation de dette publique (Graphique 6).

Graphique 6
Zone euro : dette publique (en % du PIB valeur)



Cela implique qu'elle renoncera à ramener l'inflation sous-jacente à 2% (Graphique 7), donc qu'elle passera bien en régime de dominance fiscale.

Graphique 7
Zone euro : inflation et inflation sous-jacente



Synthèse : qu'attendre si les Etats-Unis et l'Europe passent en régime de dominance fiscale ?

Si les déficits publics restent importants dans la zone euro et aux Etats-Unis, il est probable que ces deux pays (régions) passeront en régime de dominance fiscale, où c'est une politique monétaire expansionniste qui assure la stabilité du taux d'endettement public. Cette évolution correspond au désir de Donald Trump de voir la Réserve Fédérale baisser ses taux d'intérêt, et à la prise de conscience en Europe que des dépenses publiques supplémentaires (investissements suggérés par le rapport Draghi, dépenses militaires) sont inévitables et justifiées.

Si les Etats-Unis et la zone euro passent en régime de dominance fiscale, alors l'inflation restera supérieure à l'objectif d'inflation aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément 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.