

## Les banques centrales pourraient-elles être tentées par la « dominance fiscale » ? Quelles conséquences sur les marchés financiers ?

---

Les taux d'endettement public augmentent aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en France, à partir de 2025 en Allemagne. Il est peu probable qu'ils puissent être stabilisés avec les besoins de dépenses militaires, le vieillissement démographique, la pression des populismes. Nous nous demandons si les banques centrales (la Réserve Fédérale, la BCE, la Banque d'Angleterre) pourraient être tentées de passer à une politique monétaire très expansionniste, avec des achats de dette publique, et avec l'objectif de faire passer les taux d'intérêt à long terme en dessous de la croissance nominale. Il s'agirait d'utiliser la « dominance fiscale » (la politique monétaire compense le fait que la politique budgétaire est durablement expansionniste) pour stabiliser le taux d'endettement public.

Il paraît très improbable à court terme que la BCE ou la Banque d'Angleterre puissent passer à une politique monétaire très expansionniste en ignorant l'inflation ; mais la question peut se poser au sujet de la Réserve Fédérale. De plus, à moyen terme, toutes les banques centrales seront confrontées à la nécessité de stabiliser les taux d'endettement public.

Si la « dominance fiscale » est adoptée, avec baisse des taux d'intérêt à court terme, retour au quantitative easing, l'inflation sera soutenue. Cette hausse de l'inflation dans le futur n'est pas encore anticipée par le marché des swaps d'inflation, mais explique probablement la hausse très forte du prix de l'or.

### Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

### Isabelle Gravet

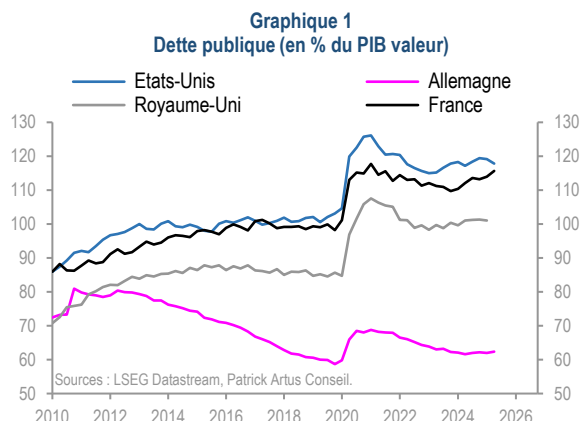
Assistante de recherche

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.

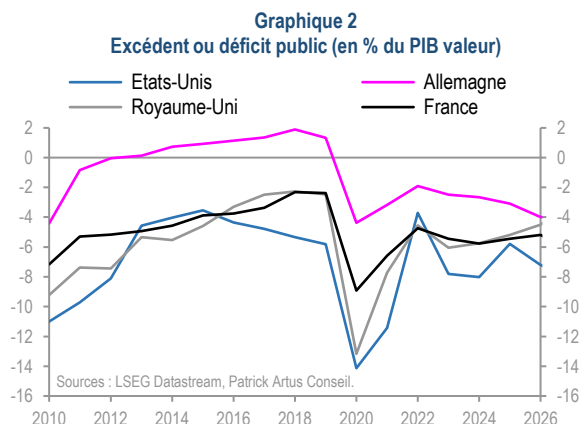
## Hausse inarrêtable des taux d'endettement public dans les grands pays de l'OCDE

Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne à partir de 2025, en France, **les taux d'endettement public sont orientés nettement à la hausse** (Graphique 1).



Cela résulte de l'impossibilité de réduire suffisamment les déficits publics (Graphique 2) avec :

- la hausse des dépenses militaires ;
- le vieillissement démographique qui fait progresser (surtout en Europe Continentale) les dépenses publiques de retraite et de santé ;
- en Europe, la faiblesse de la croissance ;
- la pression des partis populistes, au pouvoir (Etats-Unis) ou s'approchant du pouvoir (Royaume-Uni, Allemagne, France) qui désirent un soutien de la consommation, rejetant le freinage de la croissance.



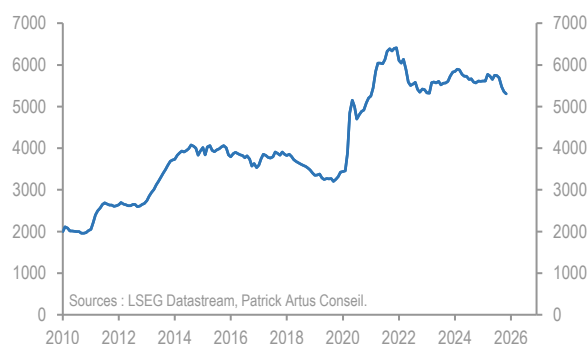
## La tentation de la « dominance fiscale »

La « dominance fiscale » décrit une situation où c'est **la politique monétaire qui est en charge de la stabilisation du taux d'endettement public**, alors que la politique budgétaire reste expansionniste.

Si cette configuration apparaît, alors la banque centrale baisse fortement son taux d'intérêt à court terme et agit en particulier par le quantitative easing (l'achat de titres de la dette publique) pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme.

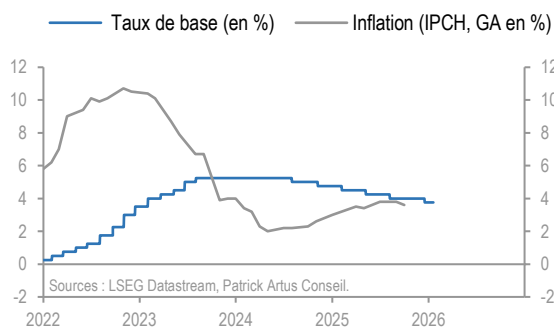
**Aux Etats-Unis**, la Réserve Fédérale va continuer à baisser ses taux d'intérêt à court terme et a réactivé au début de décembre 2025 son programme d'achat de Treasuries (de T-Bills). **Il y a clairement donc une orientation vers la mise en place de la dominance fiscale**, après une période (2022 - Novembre 2025) où la réduction de la taille du bilan de la Réserve Fédérale (Graphique 3) poussait les taux d'intérêt à long terme à la hausse.

Graphique 3  
Etats-Unis : base monétaire (en Md\$)

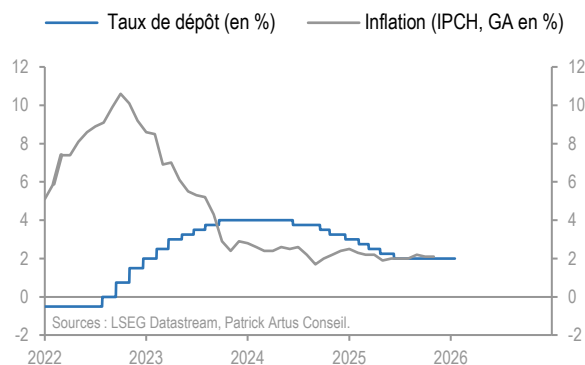


Pour l'instant, la Banque d'Angleterre et la BCE d'une part maintiennent des taux d'intérêt proches du taux d'inflation (Graphiques 4a/b), d'autre part poursuivent le **quantitative tightening** (la réduction de la taille de leur bilan, Graphiques 5a/b).

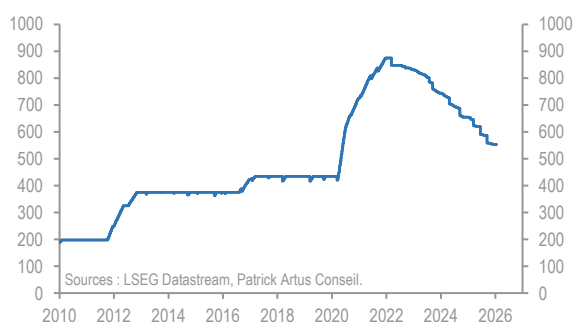
Graphique 4a  
Royaume-Uni : taux de base de la Banque d'Angleterre et inflation



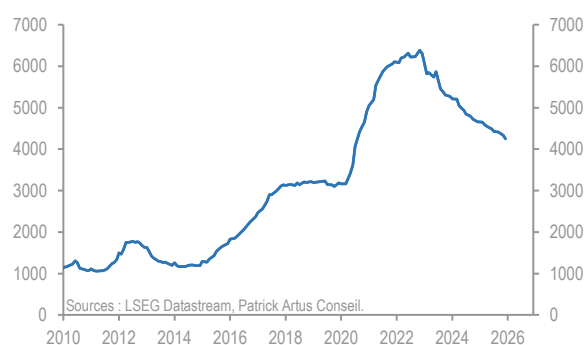
Graphique 4b  
Zone euro : taux de dépôt de la BCE et inflation



Graphique 5a  
Royaume-Uni : détention de titres publics par la Banque d'Angleterre (Md£)



Graphique 5b  
Zone euro : base monétaire (en Md€)

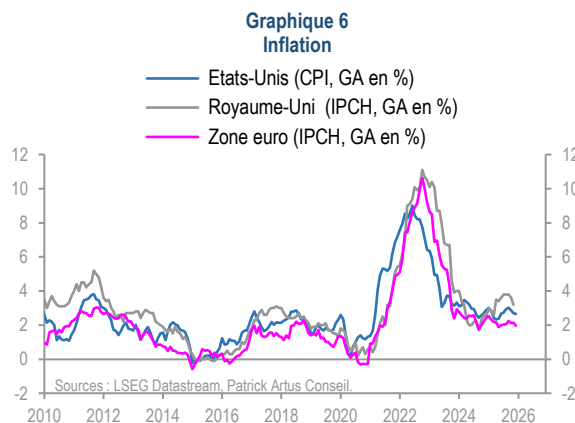


Mais, à terme, il est **impossible d'imaginer que ces deux banques centrales pourraient continuer à se désintéresser de la hausse des taux d'endettement public**, qui continuera spontanément avec le maintien inévitable d'une politique budgétaire expansionniste.

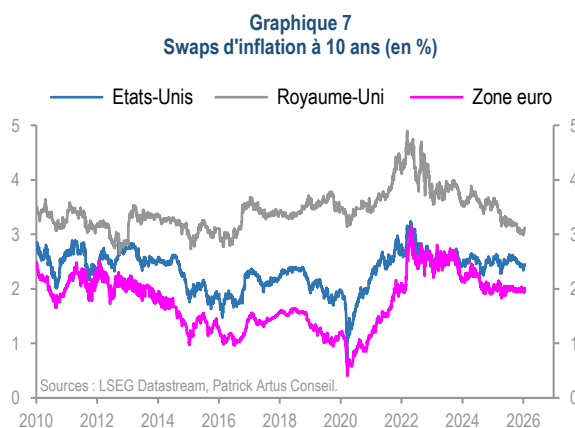
Nous pensons donc que **dès aujourd'hui aux États-Unis, plus tard en Europe, les banques centrales devront adopter la dominance fiscale**.

## Synthèse : Conséquences de l'adoption de la dominance fiscale

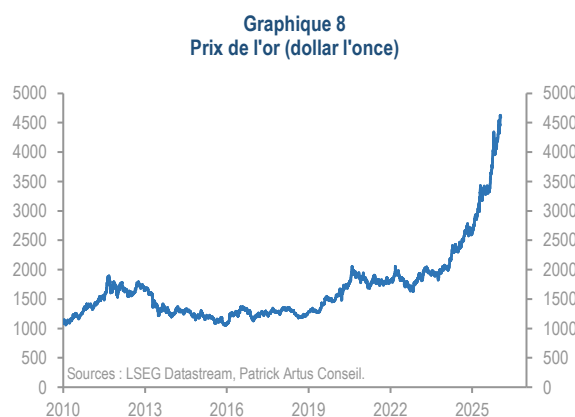
Si les banques centrales, aux Etats-Unis dès maintenant, au Royaume-Uni et dans la zone euro plus tard, passent à la dominance fiscale (ce sont les banques centrales qui prennent en charge la stabilisation du taux d'endettement public), on peut anticiper un soutien de la demande de biens et services, **une situation d'excès de demande de biens liée à la présence à la fois d'une politique budgétaire et d'une politique monétaire expansionnistes**. Cela veut dire qu'il faut **anticiper une réaccélération de l'inflation** (Graphique 6).



Le fait que l'inflation va réaccélérer ne se voit pas dans **les swaps d'inflation**, qui traditionnellement prédisent un retour à la moyenne de l'inflation future (Graphique 7).

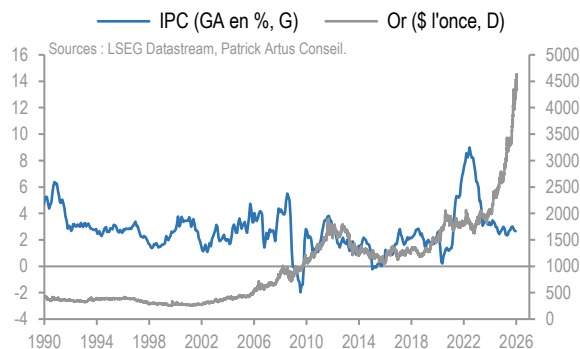


Mais cette accélération prévisible de l'inflation est bien cohérente avec **la hausse du prix de l'or** (Graphique 8), qui sert de refuge lorsque l'inflation anticipée augmente.



On voit donc que l'irresponsabilité budgétaire va pousser à l'irresponsabilité monétaire, et va inciter les investisseurs à se tourner vers les actifs qui ont procuré dans le passé une assurance contre l'inflation (c'est le cas de l'or, comme le montre la comparaison du prix de l'or et de l'inflation aux Etats-Unis, [Graphique 9](#)).

Graphique 9  
Etats-Unis : inflation et prix de l'or



**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.