

Le quantitative easing et les rachats de dette par le Trésor conduisent-ils à une annulation de la dette publique ?

Un débat s'est ouvert en France autour des propositions d'annulation de la partie de la dette publique détenue par la Banque de France pour le compte de la BCE. Un débat analogue s'est ouvert aux États-Unis autour des rachats de dette publique de maturité comprise entre 10 et 30 ans effectués par le Trésor. Nous examinons donc les effets du quantitative easing, c'est-à-dire l'achat de dette publique par la banque centrale, et des rachats de dette par le Trésor. En particulier, l'un ou l'autre équivaut-il à une annulation d'une partie de la dette publique ?

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

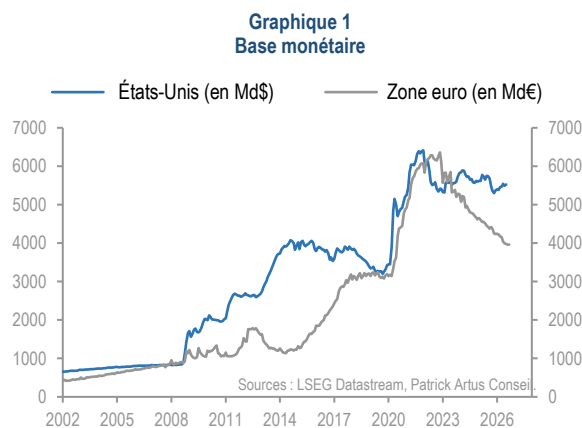
Assistante de recherche

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.

Le cas du quantitative easing

Le quantitative easing consiste en l'achat de dette par la banque centrale (nous nous concentrons sur les achats de dette publique, mais le quantitative easing porte aussi sur les dettes privées). Il a été mis en œuvre notamment aux États-Unis de 2008 à 2014 et de 2020 à 2022, et dans la zone euro de 2015 à 2018 et de 2020 à 2022 (**graphique 1**).



Le quantitative easing :

- **réduit l'encours de dette publique détenu par les agents économiques autres que la banque centrale ;**
- **accroît pour le même montant les dépôts des banques auprès de la banque centrale.**

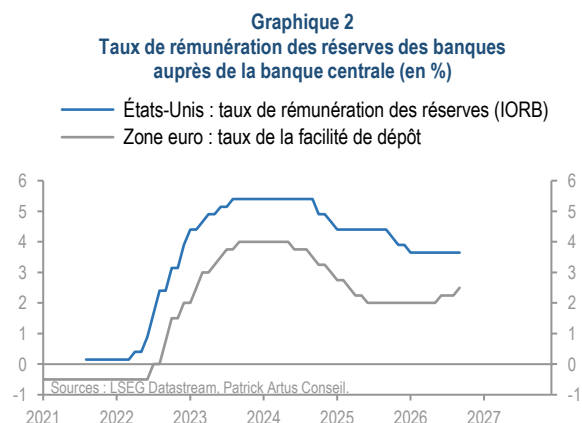
La banque centrale peut en effet acheter de la dette publique :

- directement à une banque ; elle règle alors ses achats en créditant le compte de cette banque auprès de la banque centrale ;
- à un ménage ou à un investisseur institutionnel ; elle règle en créditant le compte que la banque de ce ménage ou de cet investisseur détient auprès de la banque centrale, cette banque créditant en retour le compte du ménage ou de l'investisseur dans ses propres livres.

Dans tous les cas, on voit que le quantitative easing correspond à une substitution de dépôts des banques auprès de la banque centrale à de la dette publique. La banque centrale reverse ses bénéfices à l'État. Si elle détient de la dette publique, elle perçoit les intérêts versés par l'État sur cette dette et les lui reverse avec le reste de ses bénéfices.

Il est dès lors tentant d'assimiler le quantitative easing à une annulation de dette publique tant qu'il n'est pas inversé (tant que la banque centrale n'engage pas de quantitative tightening), puisque la dette publique détenue par la banque centrale n'est plus placée sur les marchés financiers et devient sans coût pour l'État.

Il convient cependant de tenir compte du fait que la banque centrale rémunère les dépôts que les banques détiennent dans ses livres. Dans la zone euro, cette rémunération s'effectue au taux de la facilité de dépôt ; aux États-Unis, au taux d'intérêt sur les réserves (interest on reserve balances, IORB) (**graphique 2**).

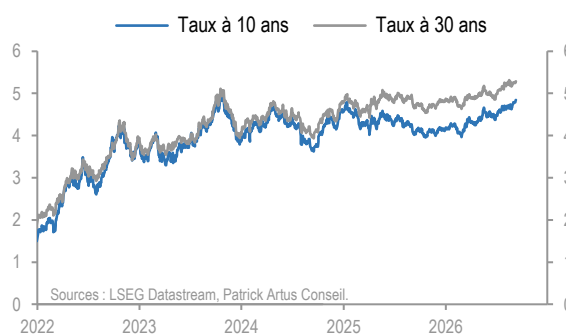


Cette rémunération réduit les bénéfices de la banque centrale, donc les sommes qu'elle peut reverser au Trésor. L'argument assimilant le quantitative easing à une annulation de dette est donc partiellement faux puisqu'il y a transfert partiel de la charge d'intérêt du Trésor à la banque centrale, ce qui réduit d'autant les bénéfices que celle-ci reverse au Trésor.

Le cas des rachats de dette par le Trésor

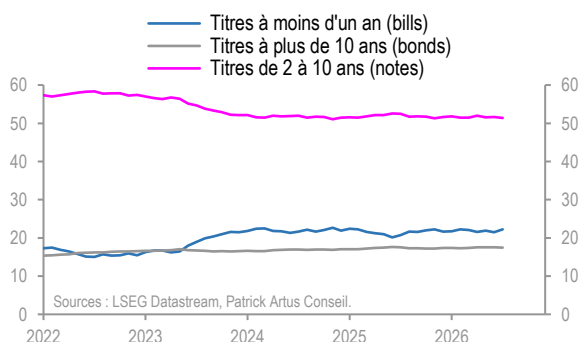
Le 19 août 2026, le Trésor des États-Unis a annoncé qu'il doublerait au moins le montant des rachats de dette publique de maturité comprise entre 10 et 30 ans par rapport au calendrier de rachats précédemment publié, afin de réduire la pression à la hausse s'exerçant sur les taux d'intérêt à long terme (graphique 3).

Graphique 3
États-Unis : taux des emprunts d'État à 10 ans et à 30 ans (en %)

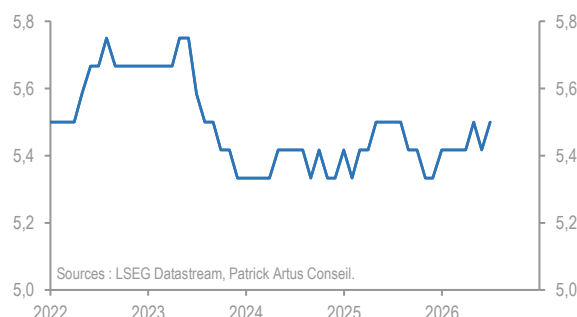


En contrepartie de ces rachats, le Trésor émet des titres de maturité courte (Treasury bills, de maturité initiale comprise entre 1 mois et 1 an), ce qui accroît la part des titres à court terme dans la dette publique (graphique 4) et abaisse la maturité moyenne de celle-ci (graphique 5).

Graphique 4
États-Unis : composition de la dette fédérale négociable (en % du total)



Graphique 5
États-Unis : maturité moyenne de la dette publique (en années)



Il n'y a pas annulation de la dette, mais substitution de dette à court terme à de la dette à long terme. L'effet mécanique est une réduction de l'offre de titres à long terme, donc une baisse des taux d'intérêt à long terme. Cette substitution s'accompagne toutefois d'une perte de crédibilité du Trésor et de la banque centrale : du Trésor, parce qu'il s'expose à devoir refinancer fréquemment sa dette ; de la banque centrale, parce que le fait que la dette ait une maturité courte peut l'inciter à ne pas relever ses taux directeurs, même lorsque l'inflation dépasse son objectif.

Synthèse : la dette publique n'est jamais annulée

Un quantitative easing irréversible est souvent présenté comme équivalent à une annulation de la dette publique. Cet argument est partiellement faux. Le quantitative easing accroît le montant des dépôts des banques auprès de la banque centrale. Ces dépôts étant rémunérés, les bénéfices de la banque centrale s'en trouvent réduits : elle ne peut donc pas reverser au Trésor la totalité des intérêts qu'elle perçoit sur les titres du Trésor qu'elle détient. La dette publique détenue par la banque centrale conserve donc un coût pour le Trésor.

Les rachats de dette à long terme par le Trésor substituent de la dette à court terme à de la dette à long terme. Ils conduisent à un aplatissement de la courbe des taux, sauf si la détérioration de la crédibilité du Trésor est trop importante et fait remonter les taux d'intérêt à long terme.

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.