

Hausse de prix à la consommation : au mois de mars près d'un quart des ménages ont perdu du pouvoir d'achat malgré les dispositifs mis en place

Par Raul Sampognaro

Le 17 mars 2022, l'OFCE publiait un [Policy brief proposant une analyse macro et microéconomique du pouvoir d'achat des ménages en France](#). Cette publication se terminait avec une analyse conjoncturelle centrée sur l'impact des évolutions récentes des prix à la consommation. Compte tenu des données disponibles au moment de la rédaction du document, l'analyse des effets du choc inflationniste s'arrêtait au mois de décembre 2021. La flambée des prix observée au cours du 1^{er} trimestre de l'année 2022 nous invite à mettre à jour l'analyse.

L'indice de prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté en glissement annuel de 5,1 % au mois de mars 2022 (Graphique 1). Cette évolution de l'indice s'établit à son plus haut niveau depuis la première publication de l'indicateur en 1996. Pour avoir un peu plus de profondeur historique nous pouvons suivre l'IPC sur l'ensemble du territoire français – disponible sans interruption depuis 1990 – et qui s'établit lui-aussi à un niveau inobservé depuis plus de 30 ans. Une telle évolution des prix à la consommation n'avait pas été observée depuis la première guerre du Golfe en 1990, période qui était aussi marquée par la flambée des prix des matières énergétiques et des tensions géopolitiques.

Graphique 1. Évolution des prix à la consommation (IPCH)



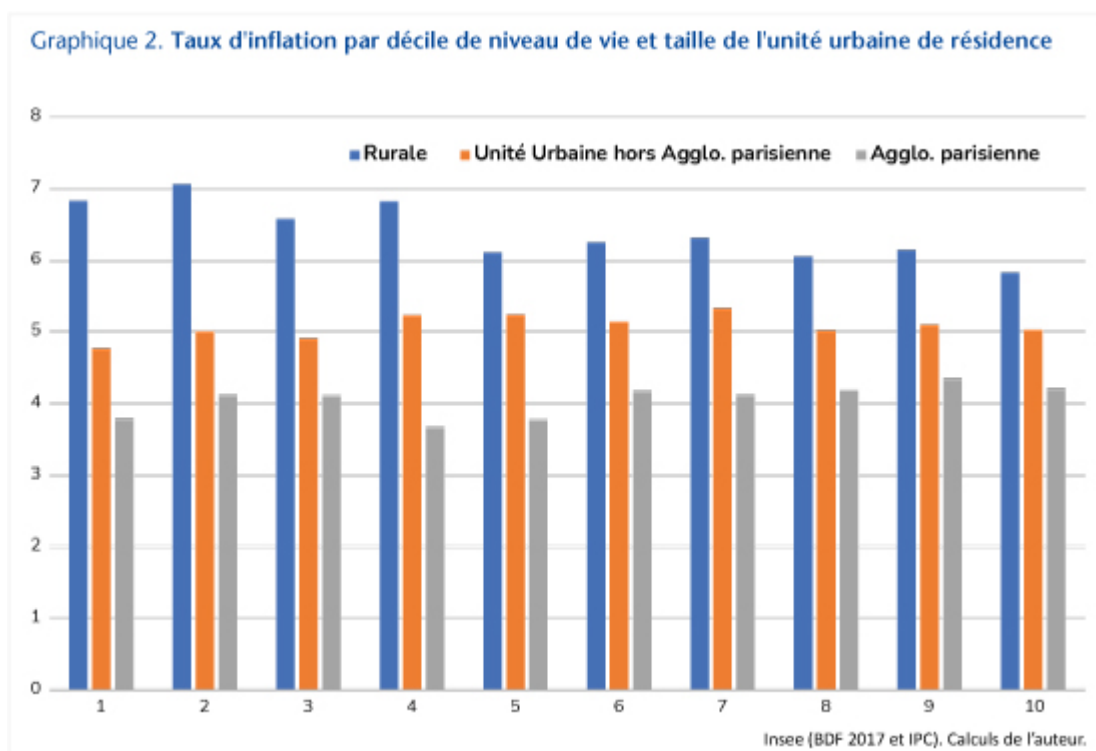
Un choc inflationniste qui n'affecte pas tous les ménages de façon homogène

La hausse des prix à la consommation observée n'affecte pas tous les ménages de façon homogène. Selon nos calculs, réalisés sur la base des données de l'enquête Budget des Familles 2017 (BDF 2017, plus de détails sur la méthodologie mobilisée dans l'encadré), en moyenne, un ménage aurait subi une inflation de 5,1 % (en glissement annuel) en mars. Mais ceci masque des hétérogénéités marquées : 10 % des ménages ont vu le prix de leur panier de consommation augmenter de moins de 2,5 % (ce qui reste supérieur à la cible de la BCE) et 10 % des ménages ont subi un renchérissement de leur panier de consommation de plus de 8,4 %[\[1\]](#).

Les ménages résidant en milieu rural souffrent d'une inflation plus forte (6,3 %) que ceux habitant en agglomération urbaine (5,1%) – notamment dans la zone métropolitaine parisienne (4,1 %), suggérant une plus forte dépendance aux mobilités en voiture individuelle. De la même façon, les ménages dont la personne de référence est à la retraite souffrent d'un choc inflationniste plus fort (5,6 % en moyenne) que les actifs occupés (5,1 %) et les étudiants (3,0 %). Si l'on classe les

ménages suivant leur position dans l'échelle des niveaux de vie, on constate que l'inflation moyenne subie suit une courbe de U inversée. Les ménages plus pauvres connaissent moins d'inflation (5,0 % en moyenne pour le premier décile), l'effet monte jusqu'au quatrième dixième (inflation moyenne de 5,3 %) et puis l'inflation subie recule pour les trois dixièmes supérieurs (4,8 % en moyenne pour le décile supérieur).

Mais ces chiffres masquent des disparités à l'intérieur même de chaque catégorie. Par exemple, à l'intérieur des ménages où la personne de référence est en emploi, le choc de prix subi dépend du mode de transport privilégié pour réaliser le trajet domicile-lieu de travail. Si celui-ci est fait en voiture les ménages subissent une hausse de prix de 7,4 % alors que s'ils réalisent le trajet à pied ou en transport en commun la hausse de prix à la consommation moyenne est de 6,4 %. De même, l'hétérogénéité d'inflation entre déciles faible par rapport à l'hétérogénéité observée à l'intérieur même des déciles. Cette hétérogénéité dépendant de nombreux facteurs, mais dont le type d'unité urbaine de résidence semble capitale pour comprendre les dynamiques à l'œuvre (Graphique 2).



Le difficile ciblage des dispositifs publics mis en œuvre

Face à la flambée des prix, le gouvernement a mis en place deux dispositifs pour répondre aux difficultés de pouvoir d'achat [\[2\]](#). Une indemnité inflation ponctuelle de 100 euros (dont la distribution a commencé en décembre) a été décidée pour tout individu gagnant moins de 2000 euros nets par mois. En outre, un renforcement exceptionnel du chèque énergie de 100 euros a été décidé en septembre 2021. Nous cherchons à étudier ici si ces dispositifs ont permis de compenser les effets des hausses de prix sur le niveau de vie des ménages en 2021 et au début de l'année 2022.

Le choc subi par un ménage est donné par le surcoût exceptionnel de son panier de consommation. Celui-ci est calculé comme l'écart entre l'indice de prix du ménage et l'indice de prix qui aurait prévalu si les tendances antérieures à la crise sanitaire s'étaient poursuivies depuis le début 2020 (plus de détail dans [l'Etude](#) associée au Policy Brief).

Pour réaliser l'évaluation des dispositifs, il ne faut pas oublier que le choc inflationniste de 2021 fait suite à un choc de modération des prix en 2020. Ceci rend l'évaluation du choc de prix plus difficile. Au niveau macroéconomique, l'IPCH moyen observé en 2021 est inférieur au niveau qui aurait dû être le sien si les tendances pré-Covid s'étaient poursuivies en 2020 et 2021. A titre d'exemple si l'inflation moyenne de 2017-2019 s'était poursuivie en 2020, l'IPCH de 2020 aurait dû être supérieur de 0,6 % à son niveau constaté (Tableau 1). La flambée de prix observée au cours de l'année 2021 ne pousse l'indice général de prix « que » 0,4 % en moyenne annuelle en dessus de son niveau contrefactuel. En revanche, compte tenu de la temporalité du choc, l'effet est nettement plus marqué en décembre 2021, date à laquelle l'indice se situe 0,9 point au-dessus de son niveau contrefactuel.

Tableau 1. Indice de prix à la consommation harmonisé

Année	Moyenne annuelle		Au mois de décembre...	
	IPCH	IPCH contrefactuel	IPCH	IPCH contrefactuel
2017	101,5	101,5	102,2	102,2
2018	103,6	103,6	104,1	104,1
2019	104,9	104,9	105,8	105,8
2020	105,5	106,1	105,8	107,0
2021	107,7	107,3	109,3	108,3

Insee. Calculs de l'auteur.

Compte tenu de la temporalité des chocs sur les prix, l'ensemble des dixièmes de niveau de vie aurait gagné du pouvoir d'achat en 2021 et le 1^e trimestre 2022 (0,6 % en moyenne, Tableau 2) en lien avec les évolutions exceptionnelles des prix à la consommation observées depuis le début de la crise sanitaire (0,3 % hors dispositifs). Ce résultat peut paraître paradoxal mais il s'explique de façon aisée. Au cours de la plus grande partie de l'année 2021, de très nombreux ménages ont fait face à des prix plus bas que dans le scénario contrefactuel sans crise sanitaire (55 % des ménages selon nos calculs). A contrario, au cours des 15 mois allant de janvier 2021 à mars 2022, 45 % des ménages auraient vu le prix de leur panier de consommation grimper du fait des évolutions spécifiques des prix observées depuis le début de la crise sanitaire.

Lorsqu'on tient compte des dispositifs mis en place par le gouvernement au cours de la période, quasiment la moitié des ménages ayant vu le prix de leur panier des biens se renchérir auraient été compensées à hauteur du choc subi. Dans ce contexte, sur l'ensemble de la population 23 % des ménages auraient subi des pertes de pouvoir d'achat en lien avec les évolutions exceptionnelles des prix à la consommation. Cette grandeur est de 11 % parmi les 10 % des ménages à plus faible niveau de vie, pourtant mieux ciblés par le chèque énergie. Bien évidemment ceci reflète le fait qu'un nombre significatif de ménages ont une forte exposition à certaines dépenses dont

le prix a évolué de façon conséquente.

Tableau 2. Effet des évolutions des prix à la consommation par dixième de niveau de vie entre janvier 2021 et mars 2022

Décile de niveau de vie	Ensemble des ménages 100 % des ménages		Ménages ayant subi des hausses de prix 45 % des ménages	
	Évolution du niveau de vie (en %)	Part des perdants de pouvoir d'achat	Évolution du niveau de vie (en %)	Part des perdants de pouvoir d'achat
1	2,4	11	0,9	19
2	1,3	14	0,3	25
3	0,9	22	0,0	42
4	0,9	22	0,0	47
5	0,7	22	-0,1	48
6	0,7	23	-0,1	57
7	0,6	29	-0,3	70
8	0,5	29	-0,3	75
9	0,4	31	-0,3	82
10	0,4	30	-0,3	87
Ensemble	0,6	23	-0,1	51

Note de lecture : un ménage est considéré comme ayant subi une hausse du prix de son panier de consommation si le montant nécessaire pour payer le même panier de biens qu'en 2017 s'est renchéri par rapport aux tendances de prix observées pré-COVID.

Calculs de l'auteur sur la base de BDF 2017 et Insee.

Si on se limite exclusivement aux ménages ayant subi une hausse de leurs dépenses de consommation en lien avec les évolutions des prix, ceux appartenant aux deux premiers déciles de niveau de vie auraient été en moyenne surcompensés du choc de prix grâce aux dispositifs mis en œuvre (colonne 3 du Tableau 2). Le 3^e et le 4^e dixièmes auraient vu leur niveau de vie se stabiliser. Ceci suggère que les dispositifs auraient – en étant très larges – atteint leur objectif au prix d'une forte dégradation des finances publiques. Selon nos calculs, sur les 4,4 milliards d'euros distribués aux ménages, ceux ayant subi effectivement des hausses de prix auraient perçu 1,9 milliard d'euros.

Or, ces évolutions moyennes masquent le fait que parmi les plus pauvres ayant subi des hausses de prix, 19 % des ménages auraient été compensés de façon insuffisante : il existe une part non négligeable de la population fortement exposée à

certains prix énergétiques.

Atténuer l'effet du choc sur les prix sur le pouvoir d'achat n'est pas tâche aisée. D'une part, tous les ménages n'ont pas la même capacité pour absorber un choc non anticipé. Certains ne dépensent pas totalement leur revenu courant et peuvent temporairement diminuer leur accumulation d'épargne sans diminuer leur consommation. Au contraire, d'autres ménages doivent sacrifier certaines dépenses afin de maintenir le niveau de leurs dépenses essentielles. Ceci invite à tenir compte du niveau des revenus pour compenser le choc non anticipé de prix. D'autre part, à revenu donné il existe une très grande hétérogénéité dans la structure des dépenses (dépendant des caractéristiques socio-démographiques très spécifiques mais aussi des préférences individuelles) qui nécessite de mobiliser de l'information sur la structure de la consommation des ménages[3].

Au-delà de la question du ciblage, l'évaluation de la calibration des dispositifs dépendra de la persistance du choc sur le niveau des prix. Un premier calcul, à prendre avec prudence, suggère que si le niveau des prix actuel se maintient jusqu'à la fin de l'année, et si les dispositifs d'aide ne sont ni renforcés ni remplacés, alors 66 % des ménages subirait des pertes de pouvoir d'achat. Dans ce contexte, la perte moyenne de pouvoir d'achat serait de 0,7 % en 2022 du fait du choc des prix. L'indexation des revenus et des prestations sociales pourrait atténuer ce choc de pouvoir d'achat. Bien évidemment ceci dépendra grandement de l'évolution des tensions géopolitiques liées à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les effets de la résurgence du Covid en Chine. Ces deux événements auront des impacts majeurs sur la dynamique à venir des prix des matières premières et sur la résilience des chaînes d'approvisionnement.

Encadré. Utilisation de l'enquête Budget des Familles pour évaluer l'hétérogénéité du choc d'inflation

L'enquête Budget de famille (BDF) vise à reconstituer toute la comptabilité des ménages : dépenses et ressources annuelles des ménages résidant en France (métropole et Dom). L'ensemble des dépenses des 29 000 ménages interrogés est enregistré y compris celles qui ne relèvent pas de la consommation de biens et services au sens des comptes nationaux. L'enquête demande de renseigner les dépenses sur une nomenclature d'environ 900 postes budgétaires (calquée en partie sur la nomenclature COICOP) compatible avec la nomenclature de la comptabilité nationale. Pour les ressources, BDF mobilise des fichiers administratifs concernant les ménages interrogés.


Grâce aux données individuelles, nous calculons un indice de prix pour le ménage i à la date t) :

$$IP_{it} = \sum_{\forall j} \omega_{ij,2017} IPC_{jt}$$

avec w_{ij} le poids du produit j dans la consommation du ménage i en 2017. Pour calculer les indices de prix par ménage, nous avons agrégé BDF à un niveau avec 121 produits. Il faut noter que garder la pondération du bien $\boxed{\times}$ dans la consommation du ménage $\boxed{\times}$ peut aboutir à une surestimation de l'inflation subie par le ménage : cela néglige les potentiels effets de substitution qui ont eu lieu entre 2017 et 2021 (ainsi que les évolutions propres au cycle de vie et aux effets de revenu).

Dans ce contexte, l'effet des évolutions exceptionnelles des prix à la consommation sur le niveau de vie du ménage i (noté $NDVi$) au cours de l'année 2021 et du 1^{er} trimestre 2022 est calculé en utilisant la formule suivante :

$$Effet_i = \left[C_{i,2017} \left(\frac{IP'_{i,2021}}{IP_{i,2017}} - \frac{IP_{i,2021}}{IP_{i,2017}} \right) \right] + \left[3 \times C_{i,2017} \left(\frac{IP'_{i,2022}}{IP_{i,2017}} - \frac{IP_{i,2022}}{IP_{i,2017}} \right) \right] + H_i + CE_i$$

Avec $C_{i,2017}$ étant le niveau des dépenses de consommation du ménage i renseigné dans BDF 2017, $IP_{i,t}$ l'indice de prix du ménage i , $IP^*_{i,t}$ l'indice de prix contrefactuel du ménage i si les tendances pré-COVID s'étaient poursuivies en 2021 et le 1^{er} trimestre 2022, II_i et CE_i les montants respectifs de l'indemnité inflation et du renforcement du chèque énergie encaissés par le ménage  .

[\[1\]](#) Et 5 % des ménages interrogés par BDF 2017 auraient vu le prix de leur panier de biens s'accroître de plus de 10%.

[\[2\]](#) Le gel de certains prix (électricité, gaz) influence directement le niveau de l'indice de prix. Ces mesures sont indirectement prises en compte dans l'évolution du niveau de vie ici mesurée mais il n'y a pas un calcul de l'effet redistributif de ces mesures qui se traduisent avant tout par des transferts entre les administrations publiques et les entreprises. La remise de 18 centimes à la pompe est entrée en vigueur au mois d'avril, en dehors de la période d'analyse de ce post de blog.

[\[3\]](#) Par ailleurs ceci pose la question s'il est légitime de compenser certains ménages qui sont très exposés à certains prix du fait de leur préférences individuelles, mais ce débat dépasse l'objet de ce post de blog.

Les effets redistributifs de la politique monétaire de la BCE

par [Jérôme Creel](#) et [Mehdi El Herradi](#)

À quelques semaines de la présidence de la Banque centrale européenne (BCE) par Christine Lagarde, il peut être utile de s'interroger sur le bilan de ses prédécesseurs, non pas seulement sur les questions macroéconomiques et financières mais aussi sur les inégalités. Depuis quelques années en effet, la problématique des effets redistributifs des politiques monétaires occupe un espace important, autant sur le plan académique qu'au niveau des discussions de politique économique.

L'intérêt pour ce sujet s'est développé dans un contexte marqué par la conjonction de deux facteurs. D'abord, un [niveau persistant des inégalités de revenus et de patrimoine](#) qui peinent à se résorber. Ensuite, l'action volontariste des banques centrales dans les économies avancées après la crise de 2008 pour soutenir la croissance, notamment à travers la mise en place de mesures dites « non-conventionnelles »[\[1\]](#). Ces dernières, qui se manifestent principalement par des programmes de *Quantitative Easing*, sont soupçonnées

d'avoir augmenté les prix des actifs financiers et, de ce fait, favorisé les ménages les plus aisés. En parallèle, la politique des taux bas se traduirait par une réduction des revenus d'intérêt sur les actifs à rendement fixe, détenus en majorité par les ménages à faible revenu. À l'inverse, les effets réels de la politique monétaire, notamment sur l'évolution du taux de chômage, pourrait favoriser le maintien en emploi des ménages à faible revenu. Ce débat qui a initialement fait irruption aux États-Unis, s'est aussitôt invité au niveau de la [zone euro](#), après que la BCE ait entamé son programme de *QE*.

Dans une [étude récente](#), en se focalisant sur 10 pays de la zone euro entre 2000 et 2015, nous avons analysé l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE – à la fois conventionnelles et non-conventionnelles – sur les inégalités de revenus. Pour cela, nous avons mobilisé trois indicateurs clés : le coefficient de Gini avant et après redistribution ainsi qu'un rapport interdécile (le ratio entre les 20% les plus riches et les 20% les plus pauvres).

Trois résultats principaux ressortent de notre étude. D'une part, une politique monétaire restrictive produit un impact modeste sur les inégalités de revenus, peu importe l'indicateur d'inégalité retenu. D'autre part, cet effet est principalement tiré par les pays de l'Europe du sud, particulièrement en période de politique monétaire conventionnelle.

Enfin, nous constatons que les effets redistributifs des politiques monétaires conventionnelles et non-conventionnelles ne sont pas significativement différents.

Ces résultats suggèrent donc que les politiques monétaires menées par la BCE depuis la crise ont eu probablement un impact insignifiant, voire éventuellement favorable sur les inégalités de revenus. La normalisation à venir de la politique monétaire de la zone euro pourrait au contraire augmenter les inégalités. Bien que cette augmentation puisse être limitée, il est important que les décideurs l'anticipent.

[\[1\]](#)

Pour une analyse des effets attendus des politiques non conventionnelles de la BCE, voir [Blot et al. \(2015\)](#).

L'économie européenne 2019

par [Jérôme Creel](#)

L'ouvrage [L'économie européenne 2019](#) dresse le bilan de l'Union européenne (UE) vingt ans après la naissance de l'euro et à quelques semaines de la nouvelle date-butoir du 12 avril 2019 supposée clarifier le scénario, impensable il y a encore quelques années, d'une sortie d'un État membre de l'UE, en

l'occurrence le Royaume-Uni. Fêter l'anniversaire de l'euro dans ces conditions n'est donc pas chose aisée, tant les sujets de discorde et d'inquiétude sont nombreux.

L'euro aura vécu une enfance et une adolescence difficile : frappé à moins de dix ans par une crise financière mondiale sans précédent, il a montré très tôt sa résilience grâce aux efforts coordonnés de ses États membres. Les divergences financières entre pays créanciers et débiteurs replongent cependant bien vite la zone euro dans la crise dont elle sort après une surenchère de politiques monétaires expansionnistes et dotée de nouveaux instruments de gouvernance. Ceux-ci restent en cours d'achèvement (l'union bancaire) ou en phase d'extension de leurs prérogatives (le mécanisme européen de stabilité).

Vingt ans après, la zone euro et la gestion de l'euro en particulier ne ressemblent plus vraiment au projet initial et aux prévisions. L'ouvrage revient ainsi sur l'évolution du projet de monnaie unique, rapport officiel après rapport officiel depuis les années 1960 et sur l'influence allemande, notamment dans le domaine monétaire. Ainsi l'euro, largement approuvé par les citoyens européens est-il devenu une monnaie stable qui, en contribuant globalement à la stabilité des prix, a protégé le pouvoir d'achat des Européens. Ce n'est pas une mince réussite.

Cette réussite ne doit pas pour autant masquer les difficultés à faire émerger des convergences dans de nombreux domaines : structures des marchés du travail, dynamiques industrielles, politiques migratoires, systèmes de retraite, fiscalité des entreprises et adaptation aux défis numériques pour ne citer que ceux auxquels un chapitre est consacré. En l'absence de convergences structurelles entre ses États membres, la protection et le dynamisme attendus de l'appartenance à l'UE et à la zone euro ne semblent pas faire le poids face aux turbulences économiques et financières de l'économie mondiale. Les divergences nourrissent le ressentiment à l'égard du

projet d'intégration européenne.

La persistance de spécificités nationales ou régionales rend difficile le renouveau du projet d'UE, dans une phase longue et ardue de sortie de crise économique. L'énergie qu'a dû déployer l'UE pour négocier et préparer le Brexit n'est sans doute pas étrangère au fait que le projet européen semble marquer le pas. Dépasser les divergences économiques et sociales à l'œuvre requerrait des instruments de politique publique plus performants ou nouveaux ; *in fine*, il y faudrait une volonté *politique* partagée qui fait aujourd'hui cruellement défaut.

**L'économie européenne 2019, sous la direction de Jérôme Creel,
*Repères La Découverte***

Disponible sous cairn (abonnés) :
<https://www.cairn.info/economie-europeenne-2019-9782348041822.htm>

Sommaire :

Introduction, par Jérôme Creel

I/ La genèse de l'euro : retour aux sources, par Sandrine Levasseur.

II/ La Banque centrale européenne au prisme de l'ordolibéralisme, par Marc Deschamps et Fabien Labondance.

III/ Les vingt ans de l'euro : bilan et enjeux futurs, par Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Ragot.

IV/ Marché(s) du travail : à la recherche du modèle européen, par Eric Heyer et Pierre Madec.

V/ Dynamique et synchronisation des industries manufacturières de l'Union européenne, par Mattia Guerini, Mauro Napoletano et

Lionel Nesta.

VI/ Brexit : une sortie impossible ?, par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak.

VII/ Quelle imposition des multinationales en Europe ?, par Guillaume Allègre et Julien Pellefigue.

VIII/ L'Europe des retraites : des réformes sous la pression de populations vieillissantes, par Frédéric Gannon, Gilles Le Garrec et Vincent Touzé

IX/ L'Europe au défi de la nouvelle immigration, par Grégory Verdugo

X/ L'Europe face aux défis numériques, par Cyrielle Gaglio et Sarah Guillou.

Les prêts non « performants » : un danger pour l'Union bancaire ?

par [Céline Antonin](#), [Sandrine Levasseur](#) et [Vincent Touzé](#)

À ce jour, la mise en place du troisième pilier de l'Union bancaire, à savoir la création d'une assurance européenne des dépôts, est bloquée. Certains pays – à l'instar de l'Allemagne ou des Pays-Bas – arguent en effet que le risque de défaut bancaire est encore trop hétérogène en zone euro pour permettre une mutualisation des garanties de dépôts.

Notre article « [L'Union bancaire face au défi des prêts non 'performants'](#) » s'intéresse à la façon de résoudre le

« problème » des prêts non performants (PNP) afin de sortir de cette impasse et d'achever enfin l'Union bancaire. L'achèvement de celle-ci est crucial pour restaurer la confiance et permettre l'émergence d'un marché bancaire intégré.

Notre état des lieux montre que :

1. Les PNP atteignent encore des niveaux inquiétants dans certains pays. La situation est alarmante pour Chypre et la Grèce où les PNP nets des provisions représentent plus de 20 % du PIB tandis que la situation est « seulement » préoccupante pour la Slovénie, l'Irlande, l'Italie et le Portugal où les PNP nets des provisions sont compris entre 5 et 8 % du PIB ;
2. Au total, fin 2017, le montant de PNP non provisionné pour la zone euro s'établissait à 395 milliards d'euros, soit l'équivalent de 3,5 % du PIB de la zone euro. Considéré à cette dernière échelle, le « problème » des PNP non provisionnés apparaît donc plus modeste.

Au-delà des solutions privées consistant en abandon de créances, provisionnement, titrisation et création de *bad banks*, nous concluons que ce sont les autorités publiques au *niveau européen* qui disposent *in fine* des moyens d'action les plus importants. Leurs leviers sont multiples : ils incluent la définition du cadre réglementaire et institutionnel, la supervision par la BCE qui pourrait être étendue à davantage de banques, sans oublier les politiques monétaire et budgétaire au niveau de la zone euro qui pourraient être mobilisées pour acheter des créances douteuses ou entrer au capital de banques en situation de détresse financière.

Banque d'Angleterre : 'Wait and see'

Par [Catherine Mathieu](#)

Le 20 juin 2018, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5 %, six des neuf membres du Comité de politique monétaire ayant voté pour le statu quo, tandis que trois votaient pour une hausse de 0,25 point. Par ailleurs, les neuf membres ont voté pour maintenir inchangé l'encours des titres détenus par la Banque d'Angleterre dans le cadre de sa politique non conventionnelle (435 milliards de livres sterling de titres publics et 10 milliards de titres privés).

Ce statu quo est en ligne avec le scénario de notre [prévision d'avril](#). Alors que la Réserve fédérale américaine a relevé le taux des fonds fédéraux le 13 juin d'un quart de point dans une fourchette de 1,75 % à 2 % (voir : [La Réserve fédérale hausse le ton](#)) et que la Banque centrale européenne a annoncé le lendemain le maintien de son taux directeur à 0, la Banque d'Angleterre garde aussi son taux de base inchangé, alors que la croissance comme l'inflation ont ralenti au premier trimestre 2018, et que les incertitudes autour du Brexit demeurent entières. Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre continue d'envisager un « resserrement limité et graduel » du taux directeur. En complément de sa discussion sur le taux directeur, le CPM annonce qu'il ne réduira pas le montant des titres publics figurant dans le bilan de la Banque centrale tant que le taux directeur n'aura pas atteint 1,5 %. Contrairement à la BCE, qui a annoncé qu'elle normaliserait progressivement sa politique monétaire en commençant par réduire ses détentions d'actifs, et qu'elle n'envisageait pas d'augmenter les taux avant l'été 2019, la Banque d'Angleterre annonce qu'elle commencera par augmenter son taux de base.

Les [minutes de la réunion](#) du 20 juin 2018 rappellent le mandat de la Banque d'Angleterre : respecter la cible d'inflation de 2% (en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH), tout en soutenant la croissance et l'emploi. Lors de sa réunion de juin, le CPM s'est appuyé sur les prévisions de la Banque d'Angleterre publiées dans *l'Inflation Report* de mai dernier, selon lesquelles la croissance du PIB britannique serait d'environ 1,75 % par an en moyenne à l'horizon 2020, sous l'hypothèse d'une remontée progressive du taux directeur tel qu'anticipé par les marchés au vu des courbes de taux en mai dernier (à savoir une hausse graduelle du taux de base qui atteindrait 1,2 % au second semestre 2020), ce qui serait un peu plus rapide que la croissance de l'offre (estimée à 1,5 % par la Banque d'Angleterre) et conduirait à une certaine accélération des salaires et des coûts de production. Toujours selon *l'Inflation Report* de mai, l'inflation, mesurée par l'IPCH, continuerait cependant de ralentir, sous l'effet de la dissipation des effets de la dépréciation passée de la livre et atteindrait la cible de 2 % au printemps 2020.

Sans le remettre en cause, les minutes de la réunion de juin apportent deux bémols à ce scénario. Premièrement, le PIB britannique n'a augmenté que de 0,1 % au premier trimestre 2018^[1]. Le CPM estime que ce ralentissement, en partie dû aux mauvaises conditions climatiques en mars, et qui a surtout touché le secteur du bâtiment, sera temporaire. Mais il note aussi que les indicateurs conjoncturels ont été mitigés aux Etats-Unis et dans la zone euro au premier trimestre. La prévision de croissance de la Banque d'Angleterre parue dans *l'Inflation Report* (1,75%) est supérieure à celle de notre prévision d'avril (1,4 % en 2018 comme en 2019), ou à la moyenne du consensus des [prévisions britanniques](#) en juin (1,4 % en 2018 et 1,5 % en 2019). Jusqu'à présent, le consensus est que le ralentissement du premier trimestre sera temporaire, mais les indicateurs conjoncturels les plus récents suggèrent la poursuite d'une faible croissance en avril et en mai (ainsi, selon l'indicateur mensuel de croissance du PIB du

NIESR, la croissance aurait été de 0,2 % au cours des trois mois allant jusqu'à mai, par rapport au trois mois précédents).

Deuxièmement, le CPM envisage désormais une inflation un peu plus forte du fait de la remontée des prix du pétrole (passés de 50 à 75 dollars en un an) et de la baisse de la livre (de l'ordre de 2% depuis mai, du fait de la hausse du dollar). L'inflation mesurée selon l'IPCH, reste supérieure à la cible de 2 % ; après avoir accéléré jusqu'à 3,1 % en novembre dernier, elle est revenue depuis à l'intérieur de la fourchette haute de 3 % et n'était plus que de 2,4 % en avril comme en mai ; dans le même temps, l'indice des prix sous-jacent est passé de 2,7 % à 2,1 %. Si l'objectif de la Banque d'Angleterre est prioritairement de maintenir l'inflation proche de la cible de 2 %, le CPM a cependant répété depuis l'été 2016 que les tensions inflationnistes résultant de la baisse de la livre sterling après le résultat du référendum faveur du « Brexit », seraient temporaires tandis que le ralentissement économique pourrait être plus durable, dans un contexte d'incertitude accrue, mais avait indiqué qu'elle serait prête à durcir sa politique monétaire si les tensions inflationnistes s'amplifiaient plus que prévu. Ceci n'a pas été le cas jusqu'à présent. Bien que le taux de chômage reste historiquement faible à 4,2 %, les salaires n'ont jusqu'à présent pas franchement accéléré : ils n'étaient en hausse que de 2,4 % en mai 2018, soit une stagnation en termes réels.

La prochaine réunion du CPM aura lieu le 2 août. D'ici là, les britanniques et l'UE-27 continueront de négocier l'accord de retrait du Royaume-Uni de l'UE, en vue d'un accord lors du Conseil européen d'octobre. De grandes entreprises, comme Airbus ou BMW, ont rappelé à l'approche du Conseil européen du 29 juin dernier qu'elles avaient besoin d'être assurées sur l'absence de barrières douanières après la sortie du Royaume-Uni de l'UE à la fin de 2020 pour continuer à investir outre-Manche. La Banque d'Angleterre ne prendra le risque

d'augmenter son taux directeur que si la croissance et des tensions inflationnistes s'affirment suffisamment.

[\[1\]](#) La croissance du premier trimestre 2018 a été légèrement révisée à la hausse, à 0,2 %, lors de la publication des comptes trimestriels du 29 juin, principalement suite à une révision de la baisse d'activité dans le bâtiment.

La BCE et sa politique de collatéral

Par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

Depuis 2008, la Banque centrale européenne (BCE) a sensiblement modifié sa politique de collatéral, c'est-à-dire la qualité des actifs qu'elle exige d'une banque commerciale en garantie du prêt qu'elle lui octroie ainsi que la décote qu'elle applique sur la valeur de cet actif en cas de défaut de la contrepartie. Les modifications de cette politique ont eu potentiellement des répercussions sur le risque pris par la BCE en même temps qu'elles ont facilité l'accès des banques commerciales à la liquidité. Une [note récente](#), dont nous résumons quelques éléments ci-dessous, fait le point sur cette politique et sur ses enjeux.

Les banques commerciales disposent de différentes ressources pour financer leurs opérations : dépôts bancaires, crédits auprès d'autres institutions, émissions de titres de dette et d'actions (capital). Parmi ces crédits figurent des prêts

interbancaires et des prêts de la banque centrale (ou opérations de refinancement). Contrairement aux prêts interbancaires, les opérations de refinancement de la banque centrale sont garantis par un collatéral. Il en ressort que les banques commerciales doivent disposer d'actifs en quantité et de qualité suffisantes si elles veulent avoir accès à ces opérations de refinancement. L'objectif de ces garanties est de prémunir la banque centrale contre le risque de perte. Lorsque le marché interbancaire est profond et liquide, la question ne se pose pas vraiment car la demande de refinancement auprès de la banque centrale n'est pas très forte de la part des banques commerciales. La confiance entre les banques commerciales garantit l'accès à la liquidité via le marché interbancaire. Il en va autrement lorsque cette confiance fait défaut. Les banques commerciales se tournent alors vers la banque centrale pour obtenir du refinancement. Dans ce cas de figure, la valeur et la qualité du collatéral que les banques commerciales détiennent conditionnent leur accès à la liquidité de la banque centrale.

Durant la crise financière internationale et pour juguler l'assèchement du marché interbancaire, la BCE a réalisé des opérations de refinancement à plus long terme – les opérations à 3 mois qui étaient qualifiées de « long terme » avant 2008 vont se transformer en opérations jusqu'à 4 ans – et pour des montants bien plus élevés. Mécaniquement, ces opérations ont impliqué des montants plus élevés de collatéral, à un moment cependant de montée des risques financiers et de baisse concomitante des valeurs financières. Ces deux éléments ont conduit à la raréfaction des actifs financiers pouvant servir de collatéral ce qui aurait pour conséquence de priver les banques d'un accès au refinancement et donc de précipiter leur faillite. Pour remplir une part importante de son mandat, en octroyant de la liquidité (ou monnaie banque centrale) aux banques commerciales solvables et en assurant la stabilité financière, la BCE n'a pas eu d'autre choix que de modifier les conditions d'octroi de la liquidité en terme d'éligibilité

et de garantie face au risque de défaut de la contrepartie.

La gamme des actifs bancaires éligibles pour des opérations de refinancement a été élargie, jusqu'à inclure des prêts bancaires (crédits hypothécaires, crédits aux PME), une spécificité que partage la BCE avec la Banque du Japon. En outre, la qualité des actifs éligibles a baissé, la BCE acceptant désormais des actifs dont la notation financière est au minimum de BBB- (contre A-, voire AAA avant la crise), c'est-à-dire juste au-dessus de la notation des actifs dits spéculatifs, donc à risque. Afin de limiter le degré de risque à son bilan, la BCE a modifié la décote (ou *haircut*) sur les actifs acceptés en collatéral en distinguant les actifs plus sûrs, dont la décote a baissé, et les actifs plus risqués, dont la décote a augmenté[1].

Les effets de la modification de cette politique de collatéral ont été de plusieurs ordres. L'éligibilité des prêts bancaires comme collatéral conduirait à une hausse de l'offre de crédit et à une baisse de son coût pour les PME. L'augmentation des décotes sur certains titres financiers, pour sa part, réduirait le prix de ces titres. Ce faisant, elle contribuerait à compenser l'effet de l'élargissement de la gamme des produits financiers éligibles sur ces mêmes prix, l'éligibilité accroissant l'attrait, donc la demande, de ces produits.

Quant au risque de bilan pour la BCE, il est forcément faible. D'une part, le collatéral a vocation à garantir les opérations de refinancement : c'est donc un mécanisme d'assurance face au risque. D'autre part, la probabilité qu'une banque centrale fasse faillite est très faible : il faudrait pour cela, et simultanément, que les banques commerciales ne remboursent pas les prêts perçus de la banque centrale, que la valeur du collatéral tombe très en deçà de sa décote, et que tout le monde se détourne de la monnaie. Il faudrait donc pour cela que survienne une très grave crise financière accompagnée d'un épisode d'hyperinflation. A ce sujet, les données récentes

fournies dans la [Revue de stabilité financière](#) de la BCE sont rassurantes.

[1] Avant la crise, une valeur de 100 euros de dette publique de bonne qualité permettait de garantir un prêt d'une valeur de 97 euros (décote de 3%) ; depuis septembre 2013, la valeur du prêt garanti est passée à 98 euros. A l'inverse, une valeur de 100 euros de dette publique de qualité moyenne ne garantit plus que 90 euros de prêts, contre 92 euros avant septembre 2013. La décote sur les actifs financiers notés de BBB+ à BBB-est, pour sa part, de 37% depuis 2010 : une valeur de 100 euros de ces actifs ne peut garantir que 63 euros de prêts.

Le faucon et la colombe : quel impact des décisions de la Fed et de la BCE sur le taux de change euro/dollar ?

par [Christophe Blot](#), [Paul Hubert](#) et Rémi Odry

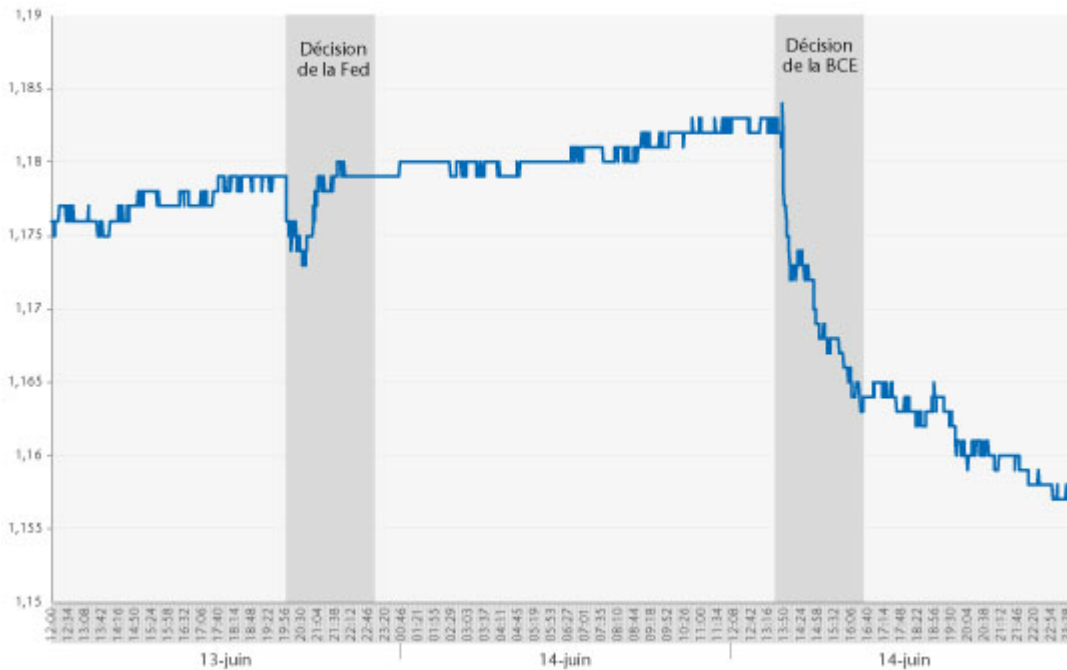
Après la décision de hausse des taux d'un quart de point décidé par la [Réserve fédérale](#) mercredi 13 juin, le Conseil des gouverneurs de la [BCE](#) se réunissait le lendemain pour décider de l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro. A l'issue de cette réunion, Mario Draghi a tenu une conférence de presse au cours de laquelle il a précisé à quelles échéances cesseraient les achats de titres et à quel horizon les taux seraient augmentés. Le canal du taux de change étant un canal majeur de la transmission de la

politique monétaire, il est intéressant d'observer comment les marchés ont réagi à ces deux annonces et s'ils ont accordé une plus grande importance à la décision de la Fed ou à celle de la BCE.

La transmission de la politique monétaire dépend de son impact sur les prix d'actifs. Dans la mesure où le prix de ces variables est déterminé en continu sur les marchés, leur variation au moment de ces décisions permet de mesurer l'effet signal des annonces de politique monétaire. Dans un [article récent](#), nous mesurons la réaction du taux de change euro/dollar le jour des réunions de politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE. Pour des décisions de la même ampleur, nos résultats suggèrent que les marchés seraient généralement plus réactifs aux annonces de la Fed.

L'actualité de la semaine permet également d'illustrer ces différences de réaction. En effet, en l'espace de 24 heures, la banque centrale américaine s'est plutôt montrée « faucon » tandis que la sensibilité de la BCE apparaît plutôt « colombe » [\[1\]](#). Même si la décision de la Réserve fédérale d'augmenter son taux directeur était anticipée, elle envoie néanmoins le signal que la normalisation de la politique monétaire américaine devrait être légèrement plus rapide que ce qu'anticipaient les marchés en fin d'année 2017 [\[2\]](#). Inversement, en donnant des éléments sur la fin du programme d'achat de titres, réduit en volume mais prolongé jusqu'en décembre 2018, et surtout en annonçant que les taux ne seraient pas remontés avant l'été 2019, la BCE indique clairement que la politique monétaire restera très expansionniste sur l'année à venir. Ces deux décisions ont pour conséquence une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. De fait, c'est bien ce qui a été observé à la suite de ces deux annonces (graphique).

Taux de change euro-dollar



Source : Boursorama.

Cette fois-ci, les marchés ont accordé plus d'importance à la décision de la BCE qu'à celle de la Réserve fédérale. En effet, sur une fenêtre de 3 heures suivant la publication des décisions, l'euro n'a baissé que faiblement et temporairement après l'annonce de la Réserve fédérale, mais plus fortement et durablement après celle de la BCE. Cette différence s'explique largement par le contenu informationnel des annonces. D'une part, la décision de la Réserve fédérale était largement anticipée et déjà intégrée par les investisseurs sur le marché des changes. Il n'est donc guère surprenant que la réaction n'ait été qu'éphémère. D'autre part, le signal relatif à l'orientation de la politique monétaire était plus marqué pour la décision de la BCE : la Fed a juste annoncé une hausse d'un quart de point de son taux directeur, alors que la BCE a annoncé que son taux n'augmenterait pas dans les 12 prochains mois. Reste à savoir dans quelle mesure cet effet sera durable. Sur ce point, l'analyse développée dans notre article indique que les chocs de politique monétaire en zone euro auraient un effet plus important que ceux liés à la politique monétaire américaine.

[1] Cette terminologie (« hawkish » versus « dovish ») permet de qualifier l'attitude des banques centrales selon que leur politique monétaire est plutôt restrictive ou accommodante.

[2] Voir [ici](#).

La BCE reste préoccupée par la faiblesse de l'inflation

Par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

Le Président de la Banque centrale européenne, M. Mario Draghi, a [annoncé](#) récemment que l'augmentation du taux directeur de la BCE interviendrait « bien après » la fin des mesures d'achats massifs de titres obligataires (prévue pour septembre 2018), principalement émis par les Etats de la zone euro, et à un « rythme mesuré ». La hausse du taux directeur pourrait donc intervenir vers la mi-2019, soit quelques semaines avant la passation de pouvoir entre Mario Draghi et son successeur.

Lors de son audition trimestrielle face aux parlementaires européens, Mario Draghi a fait preuve de prudence à propos de l'intensité et de la pérennité de la reprise économique[1]. A l'écouter, la zone euro n'aurait pas forcément refermé son écart de production (le PIB réalisé resterait en deçà de son potentiel) malgré la reprise des derniers trimestres. Ce n'est donc pas le moment de modifier l'orientation de la politique monétaire au risque de fragiliser cette reprise. Il est par ailleurs indéniable que les effets de la reprise ne se matérialisent pour le moment que très lentement et progressivement dans des hausses de salaires, ce qui explique en partie pourquoi le taux d'inflation de la zone euro reste

en deçà de sa cible de moyen terme.

Le Président de la BCE a aussi fait preuve de confiance dans le fait que les entreprises ancrent progressivement leurs anticipations de prix (et de salaires) sur la cible d'inflation de la BCE, soit 2% par an. Mario Draghi est aussi apparu très confiant dans l'efficacité de la politique monétaire. Il a annoncé que les mesures entreprises depuis 2014 contribueraient à une augmentation (cumulative) de 2 points de pourcentage, respectivement de la croissance réelle et de l'inflation entre 2016 et 2019.

Si la prévision de retour de l'inflation à sa cible en 2019 par la BCE est contredite par [Hasenzagl et al. \(2018\)](#), on y retrouve ces mêmes déterminants de l'inflation européenne. Dans une [étude](#) récente, nous montrons aussi que les deux principaux déterminants de l'inflation dans la zone euro sont les anticipations d'inflation et la croissance des salaires. Sans ancrage des premières sur la cible de moyen terme de la BCE et sans effet de second tour de la politique monétaire sur les salaires, l'inflation ne reviendra pas à sa cible à court terme. Les réformes structurelles ont peut-être accru le PIB potentiel comme le prétend Mario Draghi, mais elles ont jusqu'à présent plus certainement pesé sur les évolutions salariales et de prix.

[\[1\]](#) Une fois par trimestre un dialogue monétaire est organisé entre le Président de la BCE et les membres de la Commission des Affaires monétaires du Parlement européen. Ce dialogue permet au Président de la BCE d'expliquer l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro et d'exprimer son point de vue sur des sujets définis en amont.

Quel rôle pour le bilan des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire ?

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

En ajustant la taille et la composition de leur bilan, les banques centrales ont profondément modifié leur stratégie de politique monétaire. Bien que la mise en œuvre de ces mesures ait été initialement envisagée pour une période de crise, la question se pose désormais de l'utilisation du bilan comme instrument de politique monétaire en dehors des périodes de crise.

La politique d'achats de titres effectués par les banques centrales s'est traduite par une augmentation considérable de la taille de leur bilan. En septembre 2017, les bilans de la Réserve fédérale et de la BCE s'élevaient respectivement à près de 4 500 Mds de dollars (soit 23,3 % du PIB des Etats-Unis) et 4 300 Mds d'euros pour la BCE (38,5 % du PIB de la zone euro), alors qu'ils étaient de 870 Mds de dollars (soit 6,0 % du PIB) et 1 190 Mds d'euros (soit 12,7 % du PIB) en juin 2007. La fin de la crise financière et de la crise économique plaide pour un resserrement progressif de la politique monétaire, déjà entamé aux Etats-Unis et à venir dans la zone euro. Ainsi, la Réserve fédérale a augmenté le taux d'intérêt directeur à cinq reprises depuis décembre 2015 et a commencé à réduire la taille de son bilan en octobre 2017. Toutefois, aucune indication précise n'a été donnée sur la taille du bilan des banques centrales une fois que le processus de normalisation aura été achevé. Au-delà de la taille se pose la question du rôle de ces politiques de bilan pour la conduite de la politique monétaire à venir.

Initialement, les mesures prises pendant la crise devaient être exceptionnelles et temporaires. L'objectif était de satisfaire un large besoin de liquidités et d'agir directement sur les prix de certains actifs ou sur la partie longue de la courbe des taux, lorsque l'instrument standard de politique monétaire – le taux d'intérêt de très court terme – était contraint par le plancher à 0% (ZLB pour *Zero lower bound*). L'utilisation de ces mesures pendant une période prolongée – depuis dix ans – suggère cependant que les banques centrales pourraient continuer à utiliser leur bilan comme instrument de politique monétaire et de stabilité financière, y compris en période dite « normale », c'est-à-dire lorsqu'il existe des marges de manœuvre pour baisser le taux directeur. Non seulement, ces mesures non conventionnelles ont démontré une certaine efficacité mais, en outre, leurs mécanismes de transmission ne semblent pas spécifiques aux périodes de crise. Leur utilisation pourrait donc à la fois renforcer l'efficacité de la politique monétaire et améliorer la capacité des banques centrales à atteindre leurs objectifs de stabilité macroéconomique et financière. Nous développons ces arguments dans une [publication récente](#) que nous résumons ici.

Dans un article présenté en 2016 lors de la conférence de Jackson Hole, [Greenwood, Hanson et Stein](#) suggèrent que les banques centrales puissent utiliser leur bilan pour fournir des liquidités afin de satisfaire un besoin croissant du système financier pour des actifs liquides et sans risque. Les réserves excédentaires ainsi émises augmenteraient le stock d'actifs sûrs mobilisable par les banques commerciales, renforçant la stabilité financière. Les banques centrales pourraient également intervenir plus régulièrement sur les marchés afin de modifier le prix de certains actifs, les primes de risque ou les primes de terme. Ici, il ne s'agit pas forcément d'accroître ou de réduire la taille du bilan, mais de moduler sa composition afin de corriger d'éventuelles distorsions ou de renforcer la transmission de la politique monétaire en intervenant sur l'ensemble des segments de la

courbe des taux. Pendant la crise des dettes souveraines, la BCE a lancé un programme d'achats de titres publics (SMP pour [Securities Market Programme](#)) qui avait pour but de réduire les primes de risques apparues sur les rendements de plusieurs pays (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie) et d'améliorer la transmission de la politique monétaire commune vers ces pays. En 2005, le Président de la Réserve fédérale s'étonnait d'une [énigme](#) sur les marchés obligataires, constatant que les taux longs ne semblaient pas réagir au resserrement en cours de la politique monétaire américaine. Le recours à des achats ciblés de titres sur des maturités plus longues aurait sans doute permis d'améliorer la transmission de l'orientation de la politique monétaire telle qu'elle était souhaitée à cette époque par la Réserve fédérale.

En pratique, la mise en œuvre d'une telle stratégie en période « normale » soulève plusieurs remarques. D'une part, si les politiques de bilan complètent la politique de taux, les banques centrales devront accompagner leurs décisions d'une communication adaptée précisant à la fois l'orientation globale de la politique monétaire ainsi que les raisons justifiant l'utilisation de tel ou tel instrument et à quelle fin. Il semble qu'elles aient su y parvenir pendant la crise alors qu'elles multipliaient les programmes ; il n'y a donc pas de raison d'imaginer que cette communication devienne subitement plus difficile à mettre en œuvre en période « normale ». Par ailleurs, l'utilisation plus fréquente du bilan comme instrument de politique monétaire se traduirait par une plus large détention d'actifs et potentiellement d'actifs risqués. Il y aurait dans ces conditions un arbitrage à réaliser entre l'efficacité à attendre de la politique monétaire et les risques pris par la banque centrale. Notons aussi que l'utilisation du bilan n'implique pas que la taille de celui-ci croisse en permanence. Les banques centrales pourraient tout aussi bien faire le choix de vendre certains actifs dont le prix serait jugé trop élevé. Cependant, pour être en capacité de moduler effectivement la composition des

actifs de la banque centrale, encore faut-il que son bilan soit suffisamment élevé pour faciliter les opérations de portefeuille de la banque centrale.

Il faut reconnaître que les économistes n'ont pas encore complètement analysé les effets potentiels des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Mais cette incertitude ne devrait pas empêcher les banques centrales de recourir à des politiques de bilan, car seule l'expérience peut fournir une évaluation complète du pouvoir des politiques de bilan. L'histoire des banques centrales nous rappelle que les objectifs et les instruments utilisés par les banques centrales ont régulièrement évolué[1]. Un nouveau changement de paradigme semble donc possible. Si les politiques de bilan permettent de renforcer l'efficacité de la politique monétaire et d'améliorer la stabilité financière, les banques centrales devraient sérieusement réfléchir à leur utilisation.

Pour en savoir plus : Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, « [What should the ECB “new normal” look like?](#) », *OFCE policy brief* 29, 20 décembre.

[1] Voir [Goodhart](#) (2010).

La BCE en terrain neutre ?

par [Christophe Blot](#) et [Jérôme Creel](#)

L'implication de la Banque centrale européenne (BCE) dans la gestion budgétaire des Etats membres de la zone euro est un sujet régulier de controverse. Depuis la mise en œuvre des programmes d'achats de titres de dette publique, la BCE est tout à la fois accusée de faire des [profits sur les Etats en](#)

[difficulté](#) et de prendre le risque de [socialiser les pertes](#). La naissance de ces controverses résulte de la difficulté à bien appréhender les relations entre la BCE, les banques centrales nationales (BCN), et les gouvernements. L'architecture monétaire européenne se résume à une séquence de délégation de pouvoir. Les décisions relatives à la conduite de la politique monétaire dans la zone euro sont déléguées à une institution indépendante, la Banque centrale européenne (BCE). Mais, en vertu du principe européen de subsidiarité, la mise en œuvre de la politique monétaire est ensuite déléguée aux banques centrales nationales (BCN) des Etats membres de la zone euro : l'ensemble BCE + BCN étant nommé Eurosysteme. Alors que cette dimension de l'organisation de la politique monétaire dans la zone euro n'avait jusqu'ici pas vraiment retenue l'attention, un débat a récemment émergé dans le cadre de la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif. D'après commentateurs et journalistes, certaines banques centrales nationales profiteraient plus que d'autres de ladite politique pour acheter et soutenir leur dette publique nationale, plus risquée que celle d'autres pays plus « vertueux »[\[1\]](#). Celles-ci pourraient donc échapper au contrôle de la BCE et ne pas appliquer strictement la politique décidée à Francfort.

Dans un [document récent](#), préparé dans le cadre du dialogue monétaire du Parlement européen avec la BCE, nous montrons que ces inquiétudes ne sont pas fondées pour la simple et bonne raison qu'en moyenne depuis le début de mise en œuvre de cette politique, la clé de répartition théorique a été respectée (graphique). Cette clé de répartition stipule que les achats de titres obligataires par l'Eurosysteme se font au prorata de la participation des Etats au capital de la BCE. Rappelons qu'une partie des achats – 10 sur les 60 milliards d'achats mensuels effectués dans le cadre du PSPP – est effectuée directement par la BCE[\[2\]](#). Les autres achats sont effectués directement par les BCN. Comme chaque banque centrale achète les titres émis par son gouvernement, les acquisitions

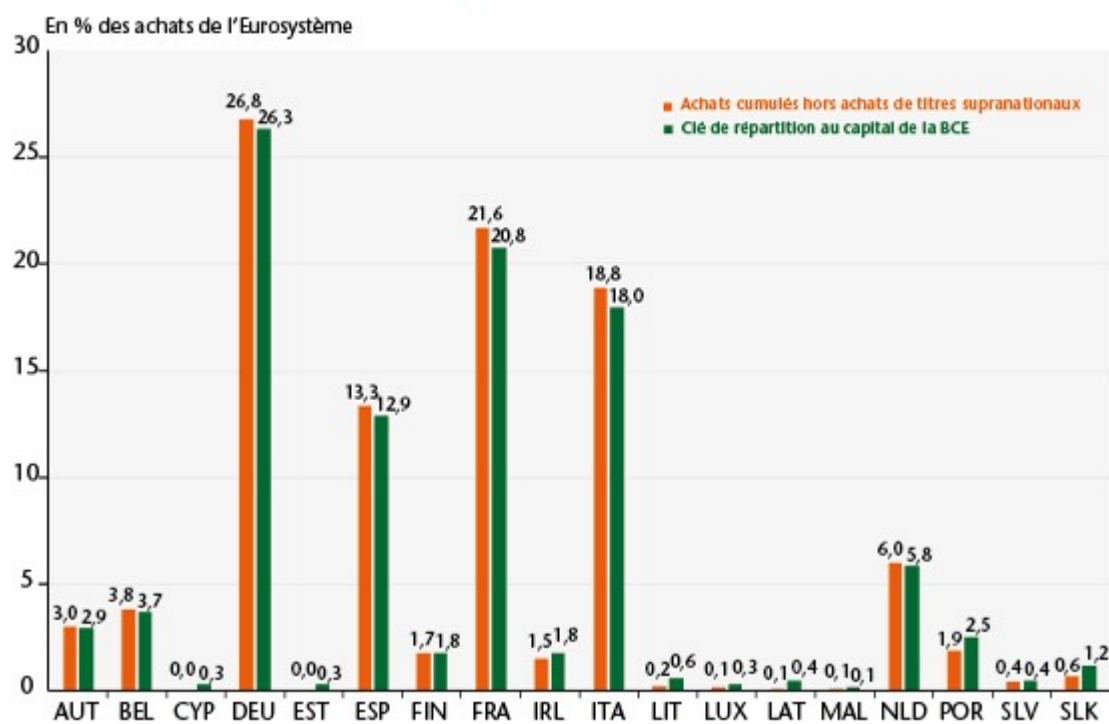
d'obligations publiques par les BCN ne conduisent pas à un partage des risques entre les Etats membres. Les profits ou les pertes sont conservées au bilan des BCN ou transférées aux gouvernements nationaux selon les accords en vigueur dans chaque pays.

Cette répartition des achats d'obligations publiques qui se veut neutre en termes de gestion de risque ne l'est cependant pas tout à fait, mais pas pour les raisons qui semblent avoir inquiété le Comité des affaires économiques et monétaires du Parlement européen. Cette répartition favorise le maintien de taux de rendement très bas sur les dettes de certains Etats membres. En effet, en ne se basant pas sur les besoins de financement des Etats membres ou sur la taille de leurs dettes publiques, elle peut produire des distorsions en raréfiant l'offre d'obligations publiques disponibles sur les marchés secondaires. Tel peut être le cas en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas dont les parts dans les dettes publiques européennes sont moindres que leurs parts respectives dans le capital de la BCE (tableau). A l'inverse, les achats d'obligations italiennes sont moindres avec la clé de répartition actuelle qu'avec une clé de répartition qui tiendrait compte de la taille relative de la dette publique. La politique de la BCE a donc moins de répercussions sur le marché de la dette italienne qu'elle n'en a sur le marché allemand.

Ce choix pourrait par ailleurs contraindre les décisions de la BCE sur la poursuite de l'assouplissement quantitatif après décembre 2017. Admettons que la meilleure politique pour la BCE consiste à poursuivre au même rythme la politique actuelle au-delà de décembre 2017, mais à la stopper une bonne fois pour toutes en juillet 2018. En l'état des règles de répartition, cette politique reste conditionnée à la disponibilité d'obligations publiques échangeables jusqu'en juillet 2018 pour tous les pays, y compris ceux dont les émissions de dette sont rares car leurs besoins de financement

sont faibles. Il se pourrait que la poursuite de cette politique en l'état des règles adoptées par la BCE soit impossible parce que les dettes disponibles sont en montants insuffisants dans certains pays. Il faudrait alors mettre en œuvre une politique différente en réduisant par exemple drastiquement les achats mensuels de titres à court terme (mettons en janvier 2018), tout en poursuivant éventuellement cette politique plus longtemps (au-delà du premier semestre 2018). Le choix de ne pas recourir à un partage des risques dans la gestion de la politique monétaire européenne est donc loin d'être neutre dans la mise en œuvre effective de cette politique.

Graphique : Répartition des achats de titres cumulés des banques centrales nationales



Source : BCE.

Tableau. Pondérations par pays selon différentes mesures

En %

	Clé de répartition au capital de la BCE	Pondérations en fonction de la taille relative...	
		...du PIB	...de la dette publique
BEL	3,5	3,9	4,6
DEU	25,6	29,2	21,8
EST	0,3	0,2	0,0
IRL	1,6	2,6	2,0
GRC	2,9	1,6	3,2
ESP	12,6	10,3	11,3
FRA	20,1	20,7	21,9
ITA	17,5	15,5	22,6
CYP	0,2	0,2	0,2
LAT	0,4	0,2	0,1
LTH	0,6	0,4	0,2
LUX	0,3	0,5	0,1
MAL	0,1	0,1	0,1
NLD	5,7	6,5	4,4
AUT	2,8	3,2	3,0
PRT	2,5	1,7	2,5
SLV	0,5	0,4	0,3
SLK	1,1	0,8	0,4
FIN	1,8	2,0	1,4

Sources: BCE et Eurostat.

[1] Mario Draghi a en effet été interrogé sur la répartition de la politique d'achat de titres publics (PSPP pour *Public sector purchase programme*) lors de la conférence de presse qu'il a tenu le 8 septembre 2017.

[2] Sur cette somme, il y a un partage des risques : les gains ou les pertes sont partagés par l'ensemble des BCN au prorata de leur contribution au capital de la BCE.