

Droits de succession : pourquoi les économistes ne sont-ils pas écoutés ?

par [Guillaume Allègre](#)

Le 12 décembre 2021 le Centre d'Analyse Economique, instance pluraliste de conseil du Premier ministre sous l'autorité de celui-ci, publiait

une note, [Repenser l'héritage](#), plaidant notamment pour l'augmentation des droits de succession. Le diagnostic est relativement

consensuel. La valeur du patrimoine relative au revenu a fortement

augmenté (300% du revenu national en 1970, 600% en 2020) ; le patrimoine

est très concentré, beaucoup plus que le revenu, et il n'est pas consommé en

fin de vie mais transmis. Par conséquent la part de l'héritage dans le

patrimoine total est passée de 35% au début des années 1970 à 60% aujourd'hui.

Ceci pose un problème d'équité dans la constitution du patrimoine, d'autant

plus grand que sa valeur est élevée et que certains actifs ne sont plus

accessibles sans apport. À l'image du discours de Vautrin

repris par Piketty dans son livre *Le Capital au XXI^e siècle*,

pour avoir une bonne position économique dans la société, il vaut mieux épouser

une héritière que de trouver un travail bien rémunéré. Ce type de situation

pose un problème économique, politique et moral. La *Note du CAE* ne

s'appesantit pas sur la littérature ou la morale mais souligne justement que si l'on se fixe un objectif d'accès équitable au patrimoine (et à son revenu), l'imposition des successions de façon progressive et sans exemption, en tenant compte de l'ensemble des actifs reçus au long de la vie, est préférable au système actuel. Le rapport souligne, sur la base d'études empiriques, que les différentes exemptions ne sont pas justifiées d'un point de vue économique. Aussi, pour les auteurs l'augmentation des droits de succession pourrait permettre de financer la garantie d'un capital pour tous, versé à la majorité.

Alors que la note fait parler d'elle entre la bûche de Noël et la galette des rois – la question de la transmission est un marronnier des repas familiaux –, le Président de la République, dans un entretien au *Parisien* du 4 janvier, annonce qu'il n'a pas l'intention d'augmenter les droits de succession, mais au contraire de les réduire pour les petites transmissions. En réalité, la séquence ressemble à celle qui a déjà eu lieu il y a cinq ans : en janvier 2017, France Stratégie publie un rapport semblable, signé par un des auteurs de la *Note du CAE*. France Stratégie est alors présidé par Jean Pisani-Ferry, qui fut ensuite en charge de l'écriture du projet d'En Marche. Or, aucune réforme des droits de succession ne figure dans le programme d'En Marche. L'impôt ne fera pas plus l'objet d'une réforme durant le quinquennat, contrairement aux deux précédents. En effet, sous la présidence de Sarkozy, le seuil d'imposition pour les donations avait été augmenté et la durée entre chaque donation

défiscalisée, raccourcie. La présidence Hollande opéra un retour en arrière complet. Au final, que ce soit *via* l'alternance ou le « en même temps », la fiscalité sur les successions a assez peu évolué : l'assiette est mitée mais les taux peuvent être très élevés, ce qui pose des problèmes d'équité horizontale, notamment entre ceux qui préparent leur succession et ceux qui ne la préparent pas.

Pourquoi les économistes ne sont-ils pas écoutés ? Il n'y a pas de grands mystères : les sondages et les enquêtes plus poussés montrent tous que les droits de succession sont apparemment impopulaires. Une des raisons, pointée par la *Note du CAE* est que les individus connaissent mal les caractéristiques de l'impôt sur la succession et surestiment son poids et la probabilité d'être eux-mêmes soumis à cet impôt. Toutefois, cette explication n'est pas suffisante : l'impôt progressif est impopulaire auprès de toutes les catégories sociales. Son impopularité ne proviendrait pas seulement du fait que les individus évaluent mal leur intérêt (plus de 80% des successions en ligne directe ne paient pas de droits), mais aussi parce qu'ils trouvent juste de pouvoir léguer leur patrimoine à leurs enfants : selon un [sondage récent](#), même les individus qui ont peu de chance de recevoir un héritage sont contre une augmentation des droits. Il est donc probable que plus de pédagogie n'y changerait rien et que les économistes, s'ils veulent peser, doivent changer leur fusil d'épaule et proposer une réforme MAYA (*Most Advanced Yet Achievable*), plutôt qu'une réforme

optimale. Il est utile de réfléchir en termes de taxation optimale mais il n'est pas toujours évident que la taxation optimale soit celle à mettre en avant dans le débat, compte-tenu des préférences fiscales du public et des caractéristiques actuelles du système fiscal, de toute façon très éloignées de l'optimal théorique. Aussi, certains rapports mériteraient peut-être une approche pluridisciplinaire[1], surtout si la problématique initiale est : « Pour chacun de ces défis, des solutions existent : pourquoi y a-t-il peu de progrès ? » ([Blanchard et Tirole, p. 13](#)).

Si l'on suit le diagnostic de la *Note du CAE*, le poids grandissant de l'héritage dans les patrimoines est dû au poids grandissant du patrimoine ainsi qu'à sa concentration. Tous les instruments qui pèsent sur ces deux métriques auront donc un effet sur l'objectif poursuivi en termes de mobilité sociale. C'est vrai de tous les impôts qui pèsent sur l'ensemble du patrimoine, d'autant plus s'ils sont progressifs. C'est donc particulièrement vrai d'un impôt sur la fortune et des impôts sur le revenu du patrimoine (CSG, IR). L'impôt sur les hauts revenus (du travail ou du capital) réduit également la concentration du patrimoine car les hauts revenus nets sont pour l'essentiel épargnés et contribuent ainsi à l'accumulation du patrimoine. Tous ces impôts concourent, à moyen-terme, à la mobilité patrimoniale intergénérationnelle. À l'instar de la *Note du CAE*, un autre

objectif que l'on peut assigner à une réforme est l'équité horizontale : les différents revenus et patrimoines sont imposés de façon équitable. Cela impliquerait d'imposer les revenus réels du patrimoine au barème de l'IR et de remettre en place un ISF sur les patrimoines immobiliers et financiers. Ces mesures font néanmoins l'objet de controverses dont l'évaluation dépasse ce billet.

Il existe néanmoins au moins une réforme avancée et réalisable, potentiellement populaire dans l'opinion, qui pourrait augmenter l'équité horizontale et la neutralité fiscale. Il s'agit d'imposer toutes les plus-values réelles, sans oubli, effacement, abattement ou exemption.

Aujourd'hui, les plus-values sur la résidence principale sont exonérées. Les autres plus-values immobilières et certaines plus-values mobilières sont exonérées après une certaine durée de détention. Enfin, lors de successions et de donations, les plus-values sont effacées même lorsque aucun droit de succession n'est payé : à la revente, le prix d'acquisition qui entre dans le calcul de la plus-value est supposé être le prix auquel le bien a été transmis et non le prix d'acquisition initial. Par conséquent, un montant important de revenus réels en euros sonnants et trébuchants échappe totalement (ou partiellement) à l'impôt au moment de la revente. La masse

de plus-values

est très importante : une grande part de l'augmentation du poids du

patrimoine dans le Pib (de 300 à 600 points) est liée à une augmentation de la

valeur du patrimoine plutôt qu'à une augmentation de son volume[2].

Une grande aversion, individuelle et sociale, au sujet de l'imposition du capital est de devoir vendre du patrimoine pour payer l'impôt.

Cela explique d'ailleurs en partie l'impopularité des droits de succession,

ainsi qu'un ISF déplafonné sur la fameuse maison de [l'agriculteur sur l'Île de Ré](#). L'imposition des plus-values réalisées ne pose pas ce problème

puisqu'elle arrive à un moment où les ménages ont des vrais revenus en euros.

Concernant la résidence principale ou secondaire, les ventes ne seraient

imposées que si le foyer n'utilise pas le revenu lié à la revente pour acheter

un nouveau bien, comme cela se fait dans d'autres pays[3].

Se pose enfin la question des biens qui sont transmis sur plusieurs générations : le château, l'appartement parisien, la petite

entreprise familiale éventuellement devenue multinationale. Il y a plusieurs

approches pour les imposer. La première consiste à favoriser la détention et

transmission familiale : c'est l'approche suédoise qui depuis 2007 ne taxe

ni les successions ni le patrimoine. Le patrimoine est essentiellement taxé sur

le revenu, y compris toutes les plus-values *nominales* sans abattement selon

la durée de détention. Ceci réduit la concentration du patrimoine sans toucher à la transmission. Le château familial, l'entreprise, peuvent être transmis de génération en génération sans imposition. Seuls les aléas (familiaux, économiques) peuvent permettre de disperser le patrimoine mais l'impôt sur le revenu freine son accumulation.

Dans une seconde approche, les Canadiens imposent les plus-values latentes lors des successions, hors conjoint et résidence principale (l'imposition des plus-values latentes est aussi discutée dans la *Note du CAE* mais plus comme aparté que comme élément central du débat). Dans le système canadien, c'est le défunt (*l'Estate* soit la propriété du défunt) qui paye l'impôt et non les héritiers : les actifs, hors résidence principale, sont considérés comme vendus immédiatement avant la mort, la plus-value est calculée et intégrée à 50% dans l'impôt sur le revenu de la personne décédée de l'année courante [\[4\]](#). Ce n'est que lorsque tous les impôts ont été payés que la propriété est transmise officiellement aux héritiers. La législation fiscale canadienne prévoit de plus une exemption de 900 000 dollars sur les plus-values tout au long de la vie sur les petites entreprises familiales et les fermes. En dehors de ces cas, pour les gros patrimoines, *l'Estate* est obligée de « vendre » avant de transmettre, ce qui fait sens en termes de déconcentration du

patrimoine mais s'oppose à l'opinion publique telle qu'elle semble s'exprimer en France.

Afin d'adapter ces dispositions au cas français, une troisième approche est possible : la succession peut être le fait

générateur du calcul des plus-values[\[5\]](#), dont l'imposition serait payée par les héritiers comme traditionnellement en France.

Toutefois, pour les résidences familiales (principales et secondaires) ainsi

que les entreprises familiales (au-delà d'un certain pourcentage des actions),

l'impôt ne serait pas dû immédiatement : les héritiers peuvent demander un

crédit fiscal sur lequel ils paieraient des intérêts annuels.

La totalité des

plus-values seraient dues à la revente ou possiblement lors d'une transmission

ultérieure. Toutes les plus-values, y compris sur la résidence principale,

seraient ainsi imposées, au plus tard lors de la transmission, sans obliger les

héritiers à vendre[\[6\]](#).

L'imposition des plus-values lors des transmissions n'est pas juste opportuniste (consentement plus élevé) mais aussi plus équitable que le

système actuel (les deux étant peut-être liés). Prenons l'exemple des deux

biens immobiliers : un appartement place du Panthéon, et un château

familial en Sologne, tous deux valorisés à 2 millions d'euros.

La plus-value

latente réelle sur le premier est de 1 million d'euros alors qu'elle est nulle

sur le second (qui fait l'objet de frais de rénovation récurrents). Il y a de nombreuses raisons, lors d'une transmission, de vouloir taxer le premier et pas le second. La première raison est que le premier fait l'objet d'un revenu, la plus-value latente, qui n'a pas été taxé. La seconde est que ce revenu ne dépend pas du tout des propriétaires mais d'évolutions hors de leur contrôle, notamment les effets d'agglomération métropolitaine liés à la mondialisation. Imposer les plus-values est un moyen de faire financer par les gagnants des changements économiques et sociaux, la compensation des perdants.

Bien entendu, remplacer les droits de succession par l'imposition des plus-values latentes lors des donations et successions ne peut être progressiste que si cette imposition n'est pas mitée dès le départ ou petit à petit par des dispositifs d'exonérations. Il faut aussi que le grand public comprenne et approuve la réforme. Un préalable nécessaire est une réforme de l'imposition des plus-values réalisées où les abattements par année de détention des actifs seraient remplacés par un actualisateur du prix d'acquisition permettant d'imposer les plus-values réelles sans exonération complète liée à la durée de détention.

Un bon impôt est un impôt consenti, non parce qu'il y a suffisamment de niches pour accueillir tous les mécontents mais parce que le

mécanisme même de l'impôt est perçu comme suffisamment juste, efficace, exhaustif et non confiscatoire pour asseoir à la fois un fort rendement et/ou une forte progressivité. Aujourd'hui, si l'objectif est de réduire les inégalités de patrimoine, ainsi que la transmission intergénérationnelle de celui-ci, il ne faut pas négliger... l'impôt sur le revenu dont les plus-values constituent une partie de l'assiette, et ce d'autant plus que l'imposition équitable de tous les revenus est un objectif en soi.

Cette proposition ne prétend pas être une politique clé en main, que le prochain président devrait mettre en place telle quelle. Les droits de succession étant un sujet intergénérationnel, leur équité et efficacité nécessitent une certaine stabilité des principes et des paramètres. Cette question devrait ainsi être débattue dans la société et, dans l'idéal, faire l'objet d'un large accord transpartisan. On ne peut que regretter le fossé entre ce principe standard dans les préconisations économiques concernant les enjeux intergénérationnels et ce que permettent les institutions politiques françaises. Une raison de modifier les institutions dans le sens d'une plus grande recherche de compromis (et entre temps de ne pas faire une confiance aveugle dans les économistes) ?

[1] De même,

la proposition qui va suivre mériterait une évaluation pluridisciplinaire.

[\[2\]](#)

Soulignons par exemple que si les plus-values réelles correspondent à 1/3 de la valeur des actifs transmis, et que si celles-ci sont taxées à 30% (le taux d'imposition actuel sur les revenus du patrimoine), alors les recettes fiscales équivaldraient à 10% de la valeur des actifs transmis contre 5% dans le système actuel.

[\[3\]](#) Par

soucis de consentement fiscal, la plus-value sur la résidence principale peut être exonérée sous un certain plafond, a fortiori élevé mais dont on peut débattre.

[\[4\]](#) Au

Canada, l'ensemble des plus-values est imposé à 50% du taux normal d'imposition sur le revenu.

[\[5\]](#)

Les plus-values seraient alors calculées selon la formule :
prix du marché
courant – prix d'acquisition revalorisé selon un indice d'inflation.

L'inflateur pourrait être légèrement plus élevé pour les biens immobiliers pour tenir compte des coûts de maintien en état, si les propriétaires n'optent pas pour les frais réels.

[\[6\]](#) Autre

avantage : la dette fiscale ne pourrait être supprimée par une loi rétroactive, ce qui rend plus crédible le fait que les plus-values resteront imposées dans le futur. Or cette croyance est importante à la fois d'un point de vue économique (le contraire engendre un biais de détention), et d'un point de vue politique, l'instabilité et l'incertitude fiscale ne pouvant que réduire le consentement.

Quelle orientation pour les politiques monétaires en 2022 ?

par [Christophe Blot](#)

Avec le retour de l'inflation en 2021, l'attention se focalise sur les banques centrales dont le mandat est axé sur la stabilité des prix. Entre le 15 et le 17 décembre 2021, la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre (BoE), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) ont tenu leur dernière réunion de politique monétaire de l'année 2021. Quels enseignements peut-on tirer de ces réunions quant à la politique d'achat d'actifs et l'orientation de la politique monétaire en 2022 ?

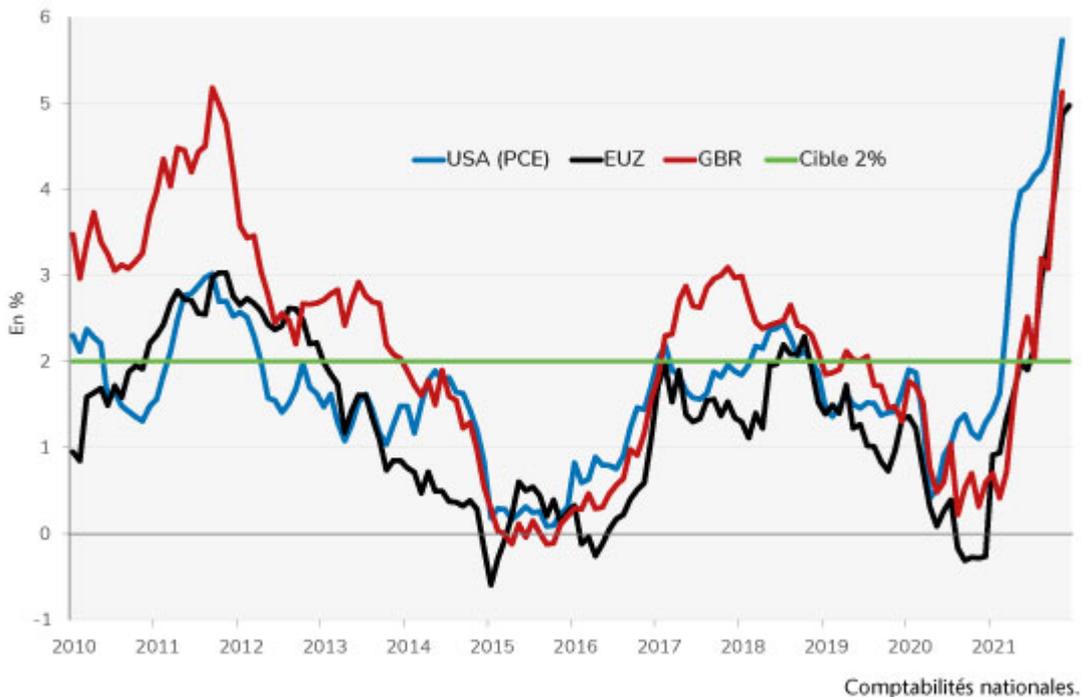
Faut-il s'attendre à une hausse rapide des taux d'intérêt ?
Malgré l'incertitude qui subsiste sur l'évolution de la pandémie et ses conséquences sur l'activité au premier semestre 2022, les banques centrales ont progressivement révisé leur appréciation de la situation face à l'augmentation de l'inflation. Elles considèrent désormais que le choc inflationniste se prolongera en 2022. Partant de ce constat, les anglais ont été les premiers à tirer puisque la BoE a annoncé une première hausse de son taux directeur. La Réserve fédérale devrait suivre en 2022 présageant donc d'un début de normalisation. Quant à la BCE, malgré l'arrêt d'un programme d'achats d'actifs spécifique à la crise sanitaire, la normalisation de la politique monétaire n'est pas encore envisagée. Dans tous les cas, la dernière réunion ne suggère pas de hausse de taux en 2022 dans la zone euro.

Les banques centrales révisent à la hausse l'inflation anticipée

La flambée récente des prix dans l'ensemble des pays industrialisés et émergents s'explique en grande partie par le rebond du prix de l'énergie et de nombreuses matières premières en lien avec les effets de la crise sanitaire sur la situation économique mondiale en 2020 et 2021[1]. Cette situation fait suite à une longue période caractérisée par une faible inflation et qui avait poussé les banques centrales à fixer leur taux d'intérêt à un niveau très bas et à mettre en

œuvre des politiques monétaires non-conventionnelles *via* notamment des politiques d'achats d'actifs. Ces politiques, qui se sont traduites par une forte augmentation de leur bilan, visaient à réduire les taux de long terme[2]. Or, la stabilité des prix est un élément primordial du mandat des banques centrales. Il est donc naturel que les tensions inflationnistes récentes posent la question de leur réaction et d'un éventuel durcissement de l'orientation de la politique monétaire puisque l'inflation se situe nettement au-dessus de la cible de 2 % généralement retenue par les banques centrales pour juger de la stabilité des prix[3]. En effet, en décembre 2021, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation a atteint 5 % en zone euro et 5,1 % au Royaume-Uni en novembre (graphique 1). Aux États-Unis, le déflateur des prix à la consommation – indicateur suivi par la Réserve fédérale – progressait de 5,7 %, niveau qui n'avait pas été observé depuis le début des années 1980[4]. Au-delà de l'effet lié au prix de l'énergie, les indices sous-jacents affichent également une progression. Dans la zone euro, le glissement annuel est en effet passé de 0,4 % en décembre 2020 à 2,7 % un an plus tard tandis qu'aux États-Unis, le sous-jacent du déflateur de la consommation atteignait 4,7 % en novembre[5].

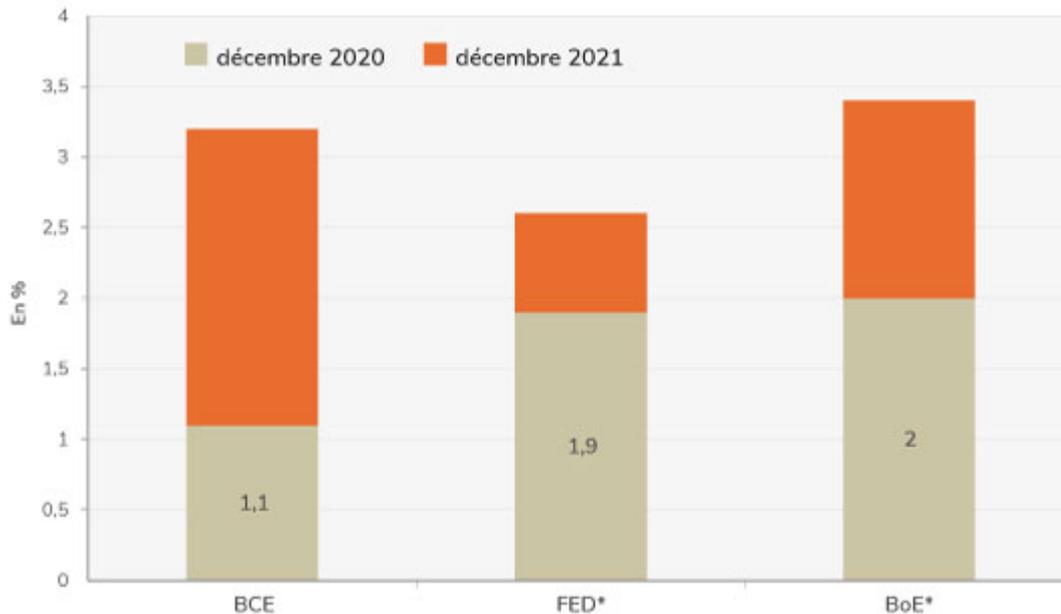
Graphique 1. Dynamique de l'inflation



Alors que les banques centrales ne s'étaient initialement pas vraiment inquiétées du phénomène qu'elles jugeaient temporaire, force est de constater qu'elles ont progressivement revu leur jugement, ce qui s'est traduit par des révisions à la hausse de leurs anticipations d'inflation pour 2022 (graphique 2). Ainsi, les projections d'inflation qui avaient été communiquées par le FOMC (*Federal Open Market Committee*) en décembre 2020 pour la fin de l'année 2022 étaient de 1,9 %. Un an plus tard, l'inflation anticipée pour le quatrième trimestre 2022 atteint 2,6 %. La révision est aussi marquée pour la BCE avec une anticipation d'inflation qui est passée de 1,1 % en décembre 2020 à 3,2 % – pour l'ensemble de l'année – selon les dernières projections de décembre 2021 [\[6\]](#). Les tensions seraient certes toujours temporaires puisque les trois banques centrales envisagent une inflation plus proche de la cible pour 2023 [\[7\]](#). Il n'en demeure pas moins que dans un contexte de reprise mais aussi d'incertitude sur les effets du nouveau variant Omicron, les banques centrales se retrouvent face à un dilemme. Doivent-elles contrer ces tensions inflationnistes en durcissant l'orientation de la politique monétaire ? Même si le rebond de l'inflation est temporaire, l'inflation serait nettement au-

dessus de leur cible pendant quelques mois, ce qui pourrait entraîner des effets de second tour. De plus, l'accumulation d'épargne par les ménages pourrait doper la croissance en 2022 et maintenir l'inflation à un niveau élevé[8]. Inversement, un durcissement prématuré risque-t-il de casser la reprise et freiner la baisse du taux de chômage ? À cet égard, le retour inattendu de l'inflation pourrait aussi permettre de voir comment la BCE et la Réserve fédérale pourraient ajuster leur politique monétaire après l'annonce des révisions de leurs cibles d'inflation. En effet, en juillet 2020, la banque centrale américaine a annoncé qu'elle souhaitait attendre une cible d'inflation de 2 % *en moyenne* indiquant ainsi qu'après un sous-ajustement à la cible, comme ça été le cas ces dernières années, elle tolérerait une inflation supérieure à 2 %. Le rebond de l'inflation aurait pu laisser penser que la Réserve fédérale serait moins réactive en cas de hausse de l'inflation. L'accélération des prix est cependant importante aux États-Unis et le changement de ton récent suggère que même si la Réserve fédérale tolère une inflation supérieure à 2 %, le niveau actuel est probablement trop élevé[9]. Paradoxalement, la BCE n'a pas annoncé un ciblage de l'inflation en moyenne (AIT pour *Average inflation targeting*) mais précisé que la cible était de 2 % et qu'elle devait être interprétée de façon *symétrique*. Ainsi, la BCE juge qu'une inflation inférieure ou supérieure à 2 % n'est pas compatible avec son objectif de stabilité des prix. Néanmoins, il s'agit d'une cible à moyen terme et qui tient compte des délais de transmission de la politique monétaire. Ainsi, même si la BCE n'indique pas qu'elle tolérera une inflation supérieure à 2 %, elle ne va pas automatiquement durcir sa politique monétaire lorsque l'inflation observée dépasse la cible mais conditionnera son action à son anticipation d'inflation à un horizon de 12-24 mois. Son anticipation pour 2023 indique donc que l'inflation actuelle est temporaire et qu'au-delà de 2022, l'inflation serait de nouveau inférieure à 2 %.

Graphique 2. Inflation anticipée pour 2022 par la BCE, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre



* Inflation anticipée pour le quatrième trimestre 2022.
BCE, Réserve fédérale (FOMC), BoE (Inflation report).

La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale envisagent la normalisation

La communication des banques centrales lors des réunions de politique monétaire qui se sont tenues entre le 15 et le 17 décembre 2021 était attendue sur deux points : la poursuite de la politique d'achats d'actifs et le niveau du taux d'intérêt directeur.

La BoE a été la plus prompte à réagir en augmentant le taux directeur de 0,15 point. Celui-ci est ainsi passé de 0,1 % à 0,25 %. Comme indiqué dans le communiqué du 16 décembre : « *The MPC's remit is clear that the inflation target applies at all times, reflecting the primacy of price stability in the UK monetary policy framework* ». Par ailleurs, il a été décidé de maintenir le stock de titres acquis par la BoE. Un élément clé de cette décision traduit la façon dont la BoE a mis en œuvre sa politique

d'achats d'actifs.

Contrairement à la Réserve fédérale et à la BCE qui annoncent des flux d'achats

sur une base mensuelle, la BoE procède par paliers annonçant une cible sur le

stock d'actifs – révisée si nécessaire – et en effectuant les achats rapidement

afin d'atteindre la cible [\[10\]](#).

De plus, la BoE n'a pas conditionné ses décisions sur les taux à sa politique

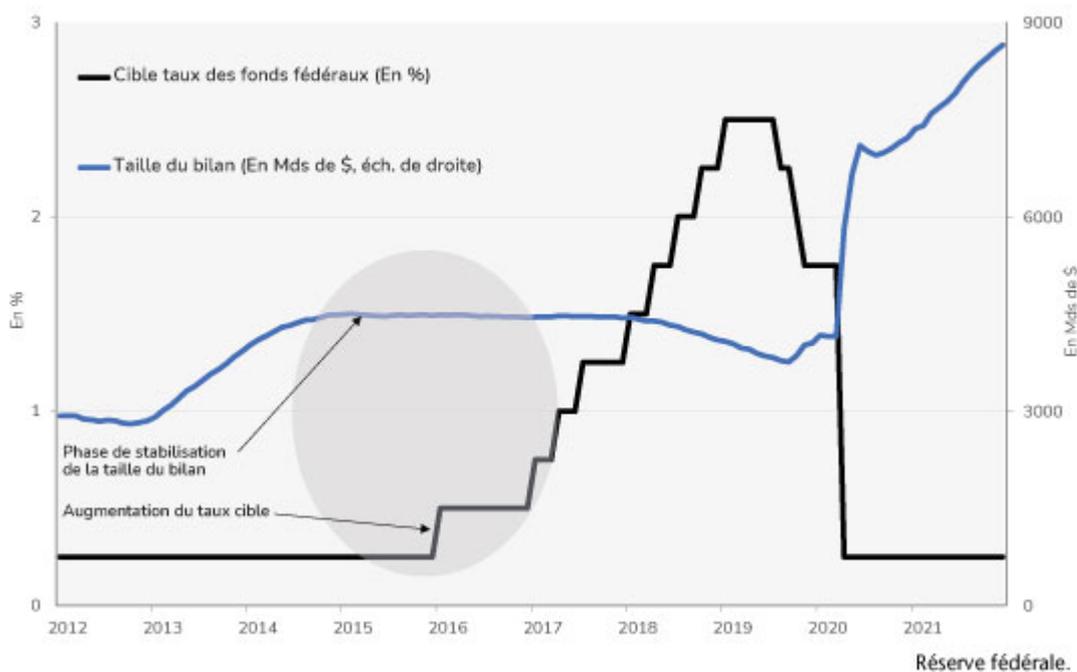
d'achats d'actifs alors que les communiqués de la BCE ont toujours précisé que

la hausse des taux ne serait envisagée qu'après l'arrêt des achats d'actifs.

Aux États-Unis, la hausse des taux serait précédée par une phase dite de *tapering* au cours de laquelle la Réserve fédérale réduit progressivement les achats mensuels. La stratégie mise en œuvre par la banque centrale américaine consiste donc d'abord à communiquer sur ce sentier d'achats d'actifs. Cette première étape a été lancée au mois de novembre. Lors de la réunion du 15 décembre 2021, le FOMC a annoncé une accélération du rythme de baisse : à partir de janvier 2022 les achats mensuels seront de 60 milliards de dollars (40 pour les *Treasuries* et 20 pour les *Mortgage-backed Securities*) contre 120 milliards par mois avant novembre 2021. La réduction se poursuivrait au cours des mois suivants. La Réserve fédérale agit de façon séquencée comme elle l'avait fait lors de la précédente phase de normalisation amorcée en janvier 2014 (graphique 3). Les achats avaient cessé fin 2014 et le taux directeur avait été augmenté en décembre 2015. Enfin, la réduction de la taille du bilan – en milliards de dollars – avait été annoncée en juin 2017 et mise en œuvre à partir d'octobre 2017 [\[11\]](#). Le calendrier devrait toutefois être accéléré puisque les informations communiquées lors de la réunion du 15 décembre dernier suggèrent qu'il pourrait y avoir 3 hausses de taux en 2022. La durée entre l'arrêt des

achats d'actifs et la montée des taux serait écourtée et les taux augmenteraient plus rapidement que lors de cette précédente phase de normalisation, où il n'y avait eu qu'une hausse en 2015 et une autre un an plus tard. Les membres du FOMC anticipent effectivement un taux cible pour les fonds fédéraux à 0,9 % fin 2022 alors qu'il est actuellement compris entre 0 et 0,25 % [12]. Il faut également noter que conformément à son mandat, le FOMC met également en avant la situation sur le marché de l'emploi puisque la Réserve fédérale doit non seulement garantir la stabilité des prix mais aussi atteindre un niveau d'emploi maximum. À cet égard, le taux de chômage a certes diminué pour atteindre 4,2 % en décembre mais le nombre d'emplois reste inférieur de 1,8 % (soit 2,8 millions d'emploi) à celui de décembre 2019 reflétant aussi des retraits de la population active. La perspective d'une stabilisation – en valeur – de la taille du bilan début 2022 et de plusieurs hausses des taux indiquent donc que la Réserve fédérale considère que la situation sur le marché du travail converge progressivement vers le niveau maximum d'emploi.

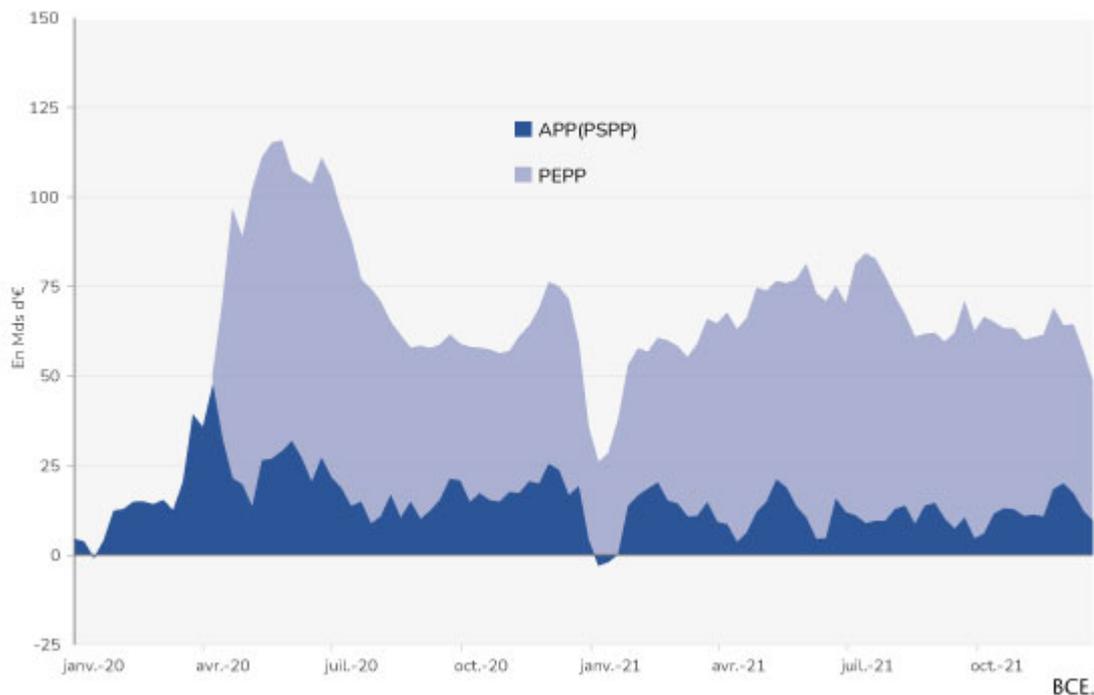
Graphique 3. Taux d'intérêt aux États-Unis et taille du bilan de la Réserve fédérale



La BCE se montre plus prudente

Dans la zone euro, même si les tensions inflationnistes se sont accrues, la reprise économique demeure plus fragile. Au troisième trimestre 2021, le PIB restait inférieur de 0,3 % à son niveau de fin 2019 alors qu'il était 1,4 % au-dessus pour les États-Unis. Au regard du taux de chômage, l'amélioration semble plus nette puisqu'en novembre 2021, le taux de chômage s'établissait à 7,3 %, soit un niveau inférieur à celui observé avant l'éclatement de la crise sanitaire. Dans son communiqué présenté lors de la conférence de presse du 16 novembre, Christine Lagarde juge toutefois que la politique monétaire doit rester accommodante pour ramener à moyen terme l'inflation vers sa cible. Ainsi, plus que les tensions actuelles, la BCE perçoit toujours que l'inflation resterait inférieure à sa cible à l'horizon 2023, ce qui plaide donc pour une normalisation plus lente de la politique monétaire dans la zone euro. Néanmoins, le Conseil des Gouverneurs a annoncé l'arrêt du PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) pour 2022. Ce programme avait été mis en place en mars 2020, dans le cadre de la pandémie, pour lutter contre le risque souverain[13]. Notons que les achats avaient déjà ralenti conformément aux annonces effectuées depuis septembre 2021 (Graphique 4). Néanmoins, cette réduction des achats, dans le cadre du PEPP, serait en partie compensée par une hausse des achats effectués *via* le PSPP (*Public securities purchase programme*). Au deuxième trimestre 2022, les achats passeraient ainsi de 20 à 40 milliards d'euros par mois. Ils repasseraient à nouveau à 20 milliards en octobre 2022, après un palier à 30 milliards au troisième trimestre. À ce stade, la BCE n'indique donc pas un arrêt complet des achats d'actifs. La taille du bilan continuerait par conséquent à augmenter, repoussant pour l'instant la perspective d'une hausse des taux, probablement au-delà de 2022[14].

Graphique 4. Flux cumulés mensuels d'achat d'actifs souverains par la BCE



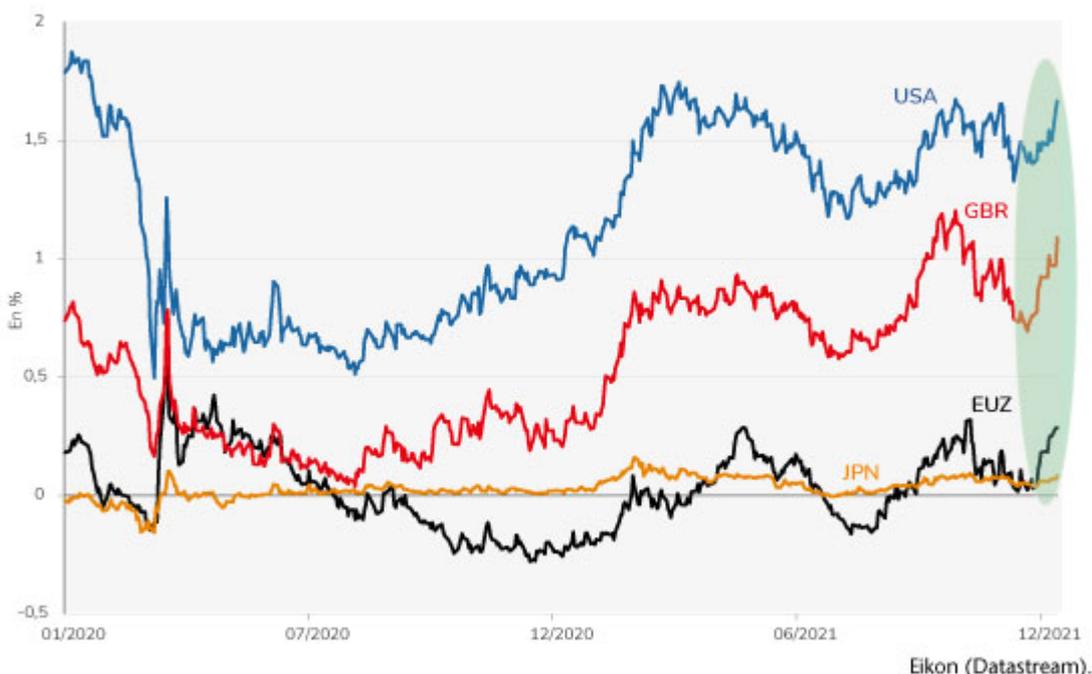
Bien que la perspective d'une normalisation des politiques monétaires ait été avancée, les banques centrales restent prudentes à l'égard de la poussée inflationniste récente, considérant qu'il s'agit d'un épisode temporaire. La même prudence semble prévaloir dans la plupart des autres pays industrialisés. Au Japon, même si l'inflation est en hausse (à 0,6 % en décembre 2021), elle reste largement inférieure à la cible de la BoJ. Cette dernière n'a donc pas modifié sa communication.

L'assouplissement quantitatif se poursuit et l'objectif reste de maintenir le taux court à -0,1 % et le taux obligataire public à 0 %. Un peu plus tôt dans le mois, la Banque du Canada et la banque centrale australienne ont également maintenu leurs objectifs de taux. Ceux-ci ont cependant augmenté en Norvège.

Comment les marchés ont-ils réagi à ces annonces de politique monétaire ?

Depuis le 15 décembre, on observe une hausse des taux longs en zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui se rapprochent des niveaux observés avant l'éclatement de la pandémie (Graphique 5). L'évolution est bien plus modeste au Japon. Le taux moyen sur les obligations publiques émises dans la zone euro a augmenté de 24 points de base avec une hausse légèrement plus marquée en Italie et en Espagne qu'en Allemagne et en France. Aux États-Unis, l'augmentation est comparable : -24 points de base entre le 14 décembre 2021 et le 4 janvier 2022 ; mais le taux reste inférieur à son niveau d'avant-crise. Quant au Royaume-Uni, elle dépasse 35 points de base. Les marchés ont donc intégré un durcissement modéré de la politique monétaire à l'horizon 2022. Dans l'éventualité où l'inflation se maintiendrait durablement au niveau observé en fin d'année 2021, les banques centrales pourraient accélérer le calendrier de normalisation de la politique monétaire, soit *via* des hausses supplémentaires de taux directeur soit par une réduction de la taille de leur bilan, ce qui se traduirait sans doute par une nouvelle hausse des taux longs.

Graphique 5. Évolution des taux longs



L'année 2022 devrait donc être caractérisée par une remontée des taux à court terme et sans doute aussi à long terme au Royaume-Uni et aux États-Unis. Il est évident que la poussée inflationniste observée depuis mi-2021 conduira les banques centrales, en particulier la BoE et la Réserve fédérale, à accélérer le processus de normalisation. La normalisation est également importante pour redonner des marges de manœuvre aux banques centrales en cas de nouveaux chocs négatifs. L'arrivée du variant Omicron suscite toutefois de nouveau de l'incertitude quant à son impact économique. Même si les agents se sont en partie adaptés aux contraintes prophylactiques, un ralentissement de la croissance sans baisse des tensions inflationnistes placerait les banques centrales dans une position d'arbitrage plus délicate entre leur objectif de stabilité des prix et le besoin de soutenir l'activité.

[1] Voir le [post de l'OFCE](#) du 17 décembre 2021 sur ce point et l'analyse plus détaillée de [Le Bayon et Péléraux](#) (2021).

[2] Le taux directeur fixé par les banques centrales représente une cible pour les taux de marché à très court terme. Les variations de ce taux visent ensuite à influencer l'ensemble des taux de marché le long de la structure par terme et des taux

bancaires.

[\[3\]](#) La Réserve fédérale et la BCE ont d'ailleurs récemment réaffirmé le caractère symétrique de cet objectif en révisant leur cible d'inflation.

[\[4\]](#) L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation augmentait de 7,1 % en décembre.

[\[5\]](#) En décembre 2021, l'indice des prix à la consommation corrigé des prix alimentaires et de l'énergie augmentait de 5,5 %.

[\[6\]](#) La détermination des anticipations d'inflation diffère entre les banques centrales. Dans le cas de la Réserve fédérale, il s'agit des anticipations formulées par les membres du FOMC tandis que pour la BCE, ce sont des anticipations réalisées par les économistes de la BCE.

[\[7\]](#) Respectivement 2,3 % et 2,2 % en fin d'année aux États-Unis et au Royaume-Uni respectivement et 1,8 % sur l'ensemble de l'année en zone euro.

[\[8\]](#) Voir nos prévisions économiques d'octobre 2021 publiées dans le *Policy Brief* n°94 : [Le prix de la reprise](#).

[\[9\]](#) Voir le [post](#)

de l'OFCE du 4 janvier 2022 et l'analyse détaillée de [Blot, Bozou et Hubert](#) (2021).

[10] Voir [Gagnon et Sack \(2018\)](#) pour une comparaison de ces deux stratégies.

[11] Mesurée en point de PIB, la taille du bilan a baissé un peu plus tôt, passant de 26,4 % au premier trimestre 2015 à 18,8 % au deuxième trimestre 2019. Avant la mise en œuvre de mesures non conventionnelles, le bilan de la Réserve fédérale représentait entre 6 et 7 % du PIB.

[12] Ce scénario est celui qui ressort des [Minutes](#). La Réserve fédérale publie 3 semaines après la réunion un compte rendu détaillé de la réunion du FOMC.

[13] Voir [Blot, Bozou, Creel et Hubert](#) (2021) pour une discussion plus approfondie sur les objectifs et les effets des programmes d'achats d'actifs souverains mis en œuvre par la BCE.

[14] Le communiqué du 16 décembre indique effectivement que : « *We expect net purchases to end shortly before we start raising the key ECB interest rates* ».

Cibles d'inflation et anticipations d'inflation : quelle incidence des révisions de la Fed et de la BCE ?

par [Christophe Blot](#) et [Caroline Bozou](#)

La Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne ont toutes les deux annoncé, respectivement en août [2020](#) et [le 8 juillet 2021](#), des changements de leur stratégie de politique monétaire incluant en particulier une révision de leur cible d'inflation. La stratégie de politique monétaire permet aux banques centrales d'explicitier leur vision du mandat et la stratégie qu'elles mettent en œuvre pour atteindre leur objectif. Ces événements sont relativement importants car ils permettront de fonder les décisions de politique monétaire futures. La Réserve fédérale et la BCE ont fait évoluer leur définition de l'objectif de stabilité des prix afin de rendre la cible plus transparente et mieux comprise par le public. Ces décisions devraient permettre un meilleur ancrage des anticipations d'inflation. Qu'en est-il quelques mois après ces annonces ?

Bien que la justification des deux banques centrales soit identique, les stratégies annoncées sont différentes. Dans sa révision, la Réserve fédérale n'a pas modifié sa cible d'inflation, toujours fixée à 2 %, mais a précisé qu'elle chercherait à atteindre cette cible en moyenne. Ce changement de formulation reflète le passage d'une stratégie dite de ciblage d'inflation (*Inflation targeting*, IT) à une stratégie de ciblage d'inflation en moyenne (*Average inflation targeting*, AIT). L'objectif de cette stratégie est de compenser les périodes de sous-ajustement de l'inflation de telle sorte qu'après un choc négatif, la banque centrale cherche à atteindre une inflation supérieure à 2 %. Dit autrement, la Réserve fédérale ne durcirait pas trop rapidement sa politique monétaire (ou maintiendrait une politique monétaire expansionniste) si une amélioration conjoncturelle ou un choc positif (prix de l'énergie) pousse l'inflation au-dessus de la cible. La prudence manifestée par le FOMC (*Federal Open-market Committee*), malgré la poussée inflationniste observée depuis mars 2021, reflète en partie cette modification de la stratégie. D'une part la Réserve fédérale considère que le choc actuel est temporaire. D'autre part, il est cohérent de ne pas durcir trop fortement la politique monétaire malgré une inflation qui dépasse 2 % depuis plusieurs mois afin de compenser le sous-ajustement observé au cours des

années précédentes[1].

Quant à la BCE, elle considère désormais que la stabilité des prix correspond à une inflation égale à 2 %. Rappelons qu'il s'agit d'une cible que la banque centrale souhaite atteindre à moyen terme. En effet, la politique monétaire n'a aucun effet sur l'inflation courante. Il n'est donc pas pertinent de réagir à un choc ponctuel sur l'inflation. La banque centrale est cependant censée réagir dès lors qu'elle anticipe que le choc est durable et qu'il y a un risque que l'inflation dépasse la cible à un horizon de moyen terme[2]. Selon la formulation précédente, l'objectif était d'atteindre une inflation « *inférieure mais proche* » de 2 %. Cette définition datant de 2003 manquait de clarté puisque l'on pouvait considérer qu'un taux d'inflation de 1,7 %, 1,8 % ou 1,9 % correspondait bien à une inflation proche mais inférieure à 2 %. En outre, cette définition de la stabilité des prix créait une forme d'asymétrie. Une inflation légèrement inférieure à 2 % était effectivement conforme à la cible alors qu'une inflation légèrement supérieure à 2 % ne l'était pas[3]. Dit autrement, une telle définition suggérait une réaction de la BCE en cas de déviation positive mais pas nécessairement en cas de déviation négative. La révision de la BCE clôt également le débat sur la symétrie et la quantification précise de la cible d'inflation.

Dans une [Étude Spéciale](#) récemment publiée dans le dossier de prévisions 2021-2022, nous évaluons comment l'annonce de ces révisions a été perçue et si elle a modifié la formation des anticipations des agents privés telles que mesurées par un indicateur de marché[\[4\]](#). Notre analyse montre qu'au moment de l'annonce, l'inflation anticipée mesurée par les marchés a baissé dans la zone euro mais augmenté aux États-Unis (graphique). Au-delà de l'effet d'annonce, nos résultats indiquent que la décision de la BCE n'aurait pas significativement modifié la dynamique des anticipations de marché telles qu'elles sont mesurées par les marchés financiers. Il est frappant de constater que l'effet de la révision de la stratégie de la Réserve fédérale semble plus significatif que celui de la BCE. Le faible effet des annonces de révisions de la cible d'inflation, notamment en zone euro, pourrait suggérer différents éléments. Tout d'abord, il se peut que les annonces de la BCE aient simplement officialisé un élément qui avait déjà été intégré par les marchés financiers avant l'annonce de révision de la cible d'inflation ([Reichlin et al., 2021](#)) ou que les marchés financiers aient anticipé une révision plus importante de la cible[\[5\]](#). D'autre part, la différence d'effets entre la zone euro et les États-Unis pourrait être liée aux caractéristiques de la réforme. Ainsi, l'annonce d'une cible symétrique produirait moins d'effets que l'annonce d'une cible *en moyenne* (AIT) dans le temps parce que la seconde introduit des phénomènes de compensation : la banque centrale ne doit pas seulement se soucier des déviations à venir de l'inflation à sa cible mais aussi des déviations passées.



[1] Les dernières annonces de politique monétaire prévoient une diminution des achats d'actifs. Par ailleurs, [les dernières projections des membres du FOMC](#) du 15 décembre suggèrent 3 hausses de taux en 2022 contre une seule lors de la réunion de septembre.

[2] Etant donné les délais de transmission de la politique monétaire, cet horizon est au moins d'un an. Ainsi, dans [ses dernières prévisions annoncées le 16 décembre](#), la BCE anticipe certes une inflation de 3,2 % en 2022, mais un retour sous la cible de 2 % en 2023. Etant donné la reprise moins rapide en zone euro qu'aux États-Unis, la BCE augmentera ses taux probablement plus tard que la Réserve fédérale.

[\[3\]](#) Notons par ailleurs qu'un dépassement de la cible d'inflation n'entraîne pas une réaction automatique de la banque centrale. La BCE est censée réagir dès lors que l'inflation menace l'objectif à moyen terme. Une réaction systématique à des chocs ponctuels provoquerait une forte volatilité des taux d'intérêt qui serait déstabilisante pour l'économie.

[\[4\]](#)
L'inflation à 5 ans dans 5 ans.

[\[5\]](#) Ils pourraient par exemple anticiper que la BCE s'orienterait également vers une stratégie de cible d'inflation moyenne ou qu'elle annoncerait une cible d'inflation plus élevée ou bien encore l'adoption d'une bande autour de la cible. Ces différentes options sont discutées plus en détails dans [Blot, Bozou et Creel \(2021\)](#).