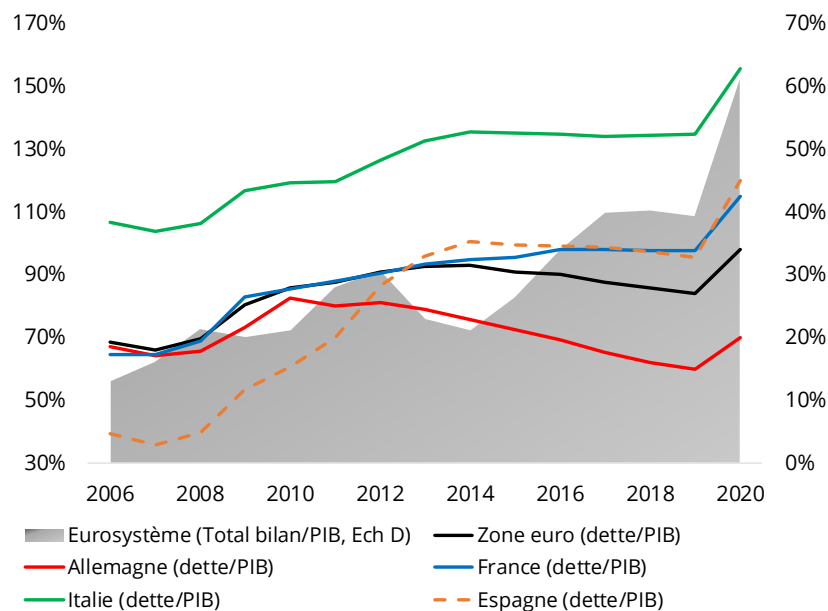


# Interactions politique monétaire-politique budgétaire : les défis post-pandémie

Par [Jean Barthélemy](#), [Katja Schmidt](#) et [Giulia Sestieri](#)

*Sur la période récente, l'expansion monétaire comme l'expansion budgétaire ont été nécessaires dans la zone euro pour soutenir la demande et l'inflation, réduire les coûts de la crise pandémique et garantir une reprise solide. Des conflits d'objectifs entre ces deux politiques pourraient cependant réapparaître dans le futur, notamment du fait de l'accumulation continue de dette publique et de la forte augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème. S'appuyant sur les travaux menés au cours de la récente évaluation stratégique de la BCE, ce billet rappelle les récentes mesures monétaires et budgétaires et présente certains des arbitrages pour la période post-pandémie.*

**Graphique 1. Ratio dette publique/PIB dans la zone euro et ses principaux pays (axe de gauche) et évolution du bilan de l'Eurosystème/PIB (axe de droite)**



*Source : Eurostat, comptes nationaux, données de l'Eurosystème. Calculs des auteurs.*

Les politiques monétaire et budgétaire sont les deux principales politiques économiques garantissant la stabilisation macroéconomique. Leurs objectifs sont différents, elles agissent par le biais de canaux différents et sont généralement déléguées et mises en œuvre par des autorités différentes. Les perspectives relatives à l'inflation, à la production, à l'emploi et à d'autres variables macroéconomiques dépendent notamment de la manière dont ces deux politiques sont déployées et interagissent. Les mesures monétaires et budgétaires importantes prises face à la crise Covid soulèvent plusieurs questions concernant l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire dans la période post-pandémie. Cette interaction a donc été analysée à l'occasion de la récente [évaluation stratégique de la BCE](#) dans un *Occasional Paper* de la BCE intitulé « [Monetary-fiscal policy interactions in the euro area](#) ».

## **Les mesures prises face à la crise Covid-19 mettent en évidence la complémentarité des politiques monétaire et budgétaire**

Dans la zone euro, les autorités publiques ont pris des mesures rapides et de grande ampleur face au choc de la Covid. Ces mesures, légitimes étant donné la sévérité du choc, ont eu le mérite d'empêcher que la crise Covid ne se transforme en une crise économique et financière plus grave et de garantir une reprise rapide quand la situation sanitaire s'est améliorée.

La réponse des autorités publiques a reposé sur trois piliers. Premièrement, des mesures budgétaires au niveau national ont été prises : soutien vaste et ciblé aux ménages et aux entreprises par l'intermédiaire de plusieurs instruments comme les dispositifs de chômage partiel, aides d'urgence aux entreprises, reports d'impôts et prêts garantis par l'État. Deuxièmement, l'Eurosystème a mis en place des mesures de politique monétaire centrées autour de deux instruments principaux : a) les achats d'actifs, avec des achats nets d'actifs supplémentaires dans le cadre du programme existant (APP) et l'introduction d'un nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) ; b) l'assouplissement et la prolongation des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Pour une explication détaillée de l'action monétaire durant la crise Covid, voir [ici](#) et [ici](#). Le troisième pilier a consisté en une réponse coordonnée à l'échelle de l'UE, en complément des mesures budgétaires nationales. L'activation de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a été l'une des principales initiatives immédiates. Une autre composante importante de la réponse européenne a été la mise en place du [NGEU](#), un programme temporaire de 750 milliards d'euros destiné à soutenir la reprise économique post-pandémie, en particulier dans les États membres les plus durement touchés par la pandémie.

Ces importantes mesures sont allées de pair avec une forte augmentation des niveaux de dette publique et de la taille du bilan de l'Eurosystème (graphique 1), amenant à s'interroger sur l'interaction future entre politique monétaire et politique budgétaire.

## Les objectifs des politiques monétaire et budgétaire restent alignés tant que les perspectives d'inflation sont trop basses

Les mesures prises durant la pandémie de Covid ont accentué des défis préexistants pour l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire dans la zone euro. La crise financière mondiale de 2008 et la crise de la dette dans la zone euro avaient mis au jour des lacunes dans l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM). À certains moments, la politique budgétaire a joué un rôle insuffisant dans la stabilisation macroéconomique de la zone euro, faisant peser une charge excessive sur la politique monétaire. En outre, des années d'inflation faible et de baisse du taux d'intérêt réel ont remis en question certains aspects du consensus antérieur à la crise sur la manière dont politique monétaire et politique budgétaire doivent interagir. En particulier, lorsque les taux d'intérêt nominaux sont à leur plancher effectif et que l'inflation est trop basse, les deux politiques peuvent se renforcer mutuellement : (a) la politique monétaire ne risque pas de contrer une relance budgétaire en relevant les taux d'intérêt et des taux bas créent une marge de manœuvre budgétaire en réduisant les coûts de la relance budgétaire, et (b) la politique monétaire peut profiter d'une politique budgétaire accommodante pour atteindre la cible d'inflation. Cette situation, dans laquelle les deux politiques se créent mutuellement de la marge de manœuvre, peut cependant susciter la crainte d'une « dominance budgétaire », situation dans laquelle la banque centrale est forcée de maintenir des taux bas pour garantir la soutenabilité budgétaire, menaçant ainsi son mandat de stabilité des prix ([Barthélemy et al. 2021](#)).

Dans un passé récent, le risque de dominance budgétaire n'existait pas car les perspectives d'inflation dans la zone euro étaient constamment et significativement inférieures à la cible.

## Un certain degré de persistance des deux politiques est nécessaire au premier stade de la reprise

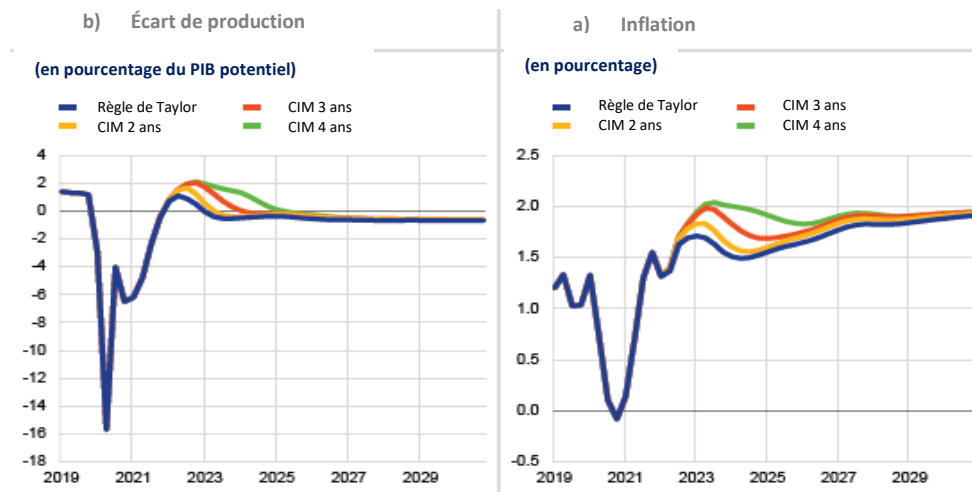
À titre d'illustration, l'article de la BCE cité plus haut présente plusieurs simulations quantitatives à l'aide du modèle ECB-BASE (pour plus de détails, cf. aussi [Angelini et al., 2019](#)), montrant l'interaction de différentes règles de politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro. Du côté budgétaire, une règle budgétaire estimée pour l'ensemble de la zone euro, conformément aux régularités observées pré-Covid est comparée à d'autres fonctions de réaction budgétaire : l'une fortement contracyclique (impliquant une réaction plus forte que par le passé aux variations effectives du PIB) et les autres intégrant la notion de « patience » sous forme de réaction supplémentaire aux pertes de PIB passées, susceptible d'être activée au plancher effectif des taux d'intérêt. Du côté monétaire, une fonction de réaction basée sur une règle de Taylor standard augmentée de mesures non conventionnelles à proximité du plancher effectif

est comparée à des règles monétaires « patientes » comportant des caractéristiques de compensation, c'est-à-dire réagissant aux écarts d'inflation cumulés par le passé. Les principales conclusions des simulations sont les suivantes :

- Dans le cas d'une récession majeure, lorsque la politique monétaire risque d'être contrainte par le plancher effectif des taux, une politique budgétaire réagissant plus fortement et/ou plus longtemps via une réaction contracyclique bien conçue soutiendrait indirectement l'inflation à travers les canaux de la demande.
- L'objectif d'inflation pourrait être atteint plus rapidement et de façon prolongée grâce à une règle de politique monétaire « patiente », qui renforce l'efficacité du soutien budgétaire. Qualitativement, dans les simulations menées, ce résultat est valable pour n'importe quelle règle budgétaire considérée mais les effets sont plus prononcés lorsqu'une règle de politique monétaire « patiente » est soutenue par une règle budgétaire « patiente » (graphique 2).

Ces scénarios montrent que, au premier stade de sortie d'une récession majeure, les deux autorités peuvent tirer profit, pour la réalisation de leur objectif, d'une politique de soutien bien conçue et « patiente » des deux côtés.

**Graphique 2. Effet sur l'écart de production et l'inflation dans la zone euro de l'interaction entre règles monétaires et règles budgétaires « patientes », sur la base de simulations issues du modèle ECB-BASE**



*Source : BCE, Occasional Paper n° 273/septembre 2021 « Monetary-fiscal policy interactions in the euro area ».*

*Note : le graphique de gauche (droite) retrace la dynamique de l'écart de production (de l'inflation) selon différentes règles des politiques monétaire et budgétaire. La ligne bleue correspond à la dynamique d'une combinaison de politique budgétaire patiente et de règle monétaire standard (règle de Taylor augmentée) ; les lignes jaune, rouge et verte correspondent aux combinaisons d'une politique budgétaire patiente avec d'autres règles de politique monétaire patientes (CIM signifie ciblage d'inflation en moyenne sur 2, 3 et 4 ans).*

**Au-delà de la période de pandémie, chaque autorité doit être guidée par son mandat et s’y tenir.**

Toutefois, l’alignement des objectifs des politiques monétaire et budgétaire et les avantages de politiques plus patientes ne sont pas des caractéristiques permanentes. L’inflation a augmenté rapidement dans la zone euro au second semestre 2021, sous l’effet d’une combinaison de plusieurs facteurs (cf. [ici](#) pour une analyse du cas de la France), qui devraient perdurer plusieurs trimestres. D’après les projections de décembre de l’Eurosystème, l’inflation devrait retrouver des niveaux légèrement inférieurs à la cible de 2 % en 2023, mais des conflits d’intérêts entre politique monétaire et politique budgétaire pourraient apparaître si l’inflation restait élevée à moyen terme au-delà de la « bosse d’inflation » actuelle.

Cela implique que les deux autorités doivent continuer d’agir de façon indépendante, conformément à leurs mandats. La banque centrale doit pouvoir retirer les mesures adoptées si les perspectives d’inflation augmentent durablement ou si des risques de désancrage des anticipations d’inflation se matérialisent. Les autorités budgétaires doivent veiller à ce que la dette publique reste soutenable à moyen terme, même si les taux d’intérêt augmentent. Pour cela, le retour à un cadre budgétaire crédible et cohérent à moyen terme est important. Si les évolutions de l’inflation nécessitent dans le futur une normalisation de la politique monétaire de la BCE, il est certain que l’exigence de situations budgétaires saines dans les États membres de la zone euro deviendra progressivement plus contraignante, en ligne avec les objectifs fixés dans le Traité européen.