

# Politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro : indépendantes mais néanmoins liées

J. Boeckx  
M. Deroose<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Le consensus d'avant la crise concernant la conduite de la politique macroéconomique assigne principalement, voire exclusivement, à la politique monétaire le rôle de préserver la stabilité des prix. Cette dernière contribue de ce fait également grandement à la stabilité macroéconomique au sens large, par exemple en lissant les fluctuations conjoncturelles. Selon ce consensus, et conformément au cadre politique européen actuellement en vigueur, la politique budgétaire ne participe pas activement à la stabilisation de l'inflation : elle doit surtout ne pas être un élément perturbateur, et c'est en veillant aux caractères durable et sain des finances publiques, de manière à ne menacer ni la stabilité des prix ni la stabilité macroéconomique, qu'elle y parvient le mieux<sup>(1)</sup>. Inversement, le consensus d'avant la crise ne confie pas davantage à la politique monétaire le rôle de préserver la soutenabilité des finances publiques. Ces deux domaines politiques – chacun assortis de tâches spécifiques et incarnés, d'une part, par une banque centrale indépendante et, d'autre part, par des règles budgétaires claires – semblent donc indépendants.

La crise a toutefois mis au jour les nombreux liens entre les politiques monétaire et budgétaire. Au travers des opérations monétaires sur titres (OMT), la Banque centrale européenne (BCE) peut ainsi apporter son soutien (conditionnel) aux titres publics soumis à des pressions financières. En

outre, l'environnement de taux bas – qui reflète la lenteur de la croissance économique nominale – réduit les charges d'intérêts que les pouvoirs publics doivent acquitter sur leur dette – qui s'est fortement alourdie –, tandis que l'inflation trop basse et la contraction conjoncturelle gonflent le taux d'endettement. L'introduction des programmes d'achats d'actifs – dans le cadre desquels les banques centrales acquièrent essentiellement des titres publics – a exercé de nouvelles pressions sur l'ensemble de la courbe des rendements, poussant même le segment à court terme en territoire négatif. Ces achats de titres (enregistrés à l'actif du bilan de la banque centrale) se traduisent par une hausse proportionnelle des liquidités que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale (enregistrées au passif). Étant donné que les banques centrales paient généralement un intérêt sur ces réserves et que la courbe des rendements s'est sensiblement aplatie, les réserves de banque centrale et les titres publics (à court terme) sont devenus dans une large mesure des substituts mutuels. La crise a également remis en question le partage conventionnel des tâches entre les politiques monétaire et budgétaire puisque, dans le cadre de son soutien à la reprise économique, la politique monétaire a buté sur des limites (tel le plancher pour les taux nominaux). Il se pose dès lors la question de savoir si la politique budgétaire doit elle aussi donner une impulsion à l'économie.

Les études et les débats consacrés aux interactions entre les politiques monétaire et budgétaire ont donc été relancés. Le présent article lève le voile sur certains enseignements tirés de la crise en se concentrant surtout, sans se vouloir exhaustif, sur l'importance d'une analyse conjointe des deux domaines politiques.

<sup>(\*)</sup> Les auteurs remercient leurs collègues de la BNB – en particulier, Luc Aucremanne, Mélissa Kasongo Kashama, Luc Van Meensel, Arnoud Stevens, Stefan Van Parys, Joris Wauters et Raf Wouters – pour leurs observations critiques à propos de l'article.

<sup>(1)</sup> La politique budgétaire poursuit à l'évidence de nombreux objectifs, mais le présent article met l'accent sur deux grandes tâches macroéconomiques : la stabilisation du cycle économique et la préservation de la soutenabilité des finances publiques.

La première partie donne un aperçu de la manière dont les politiques monétaire et budgétaire sont perçues. Elle compare la vision conventionnelle – qui postule une scission stricte et une répartition claire des tâches entre ces deux domaines politiques – à une approche alternative dans le cadre de laquelle les interactions entre ces deux politiques sont au premier plan. Selon cette approche, la conjonction des politiques budgétaire et monétaire – où non seulement la politique monétaire, mais également la politique budgétaire pourrait jouer un rôle actif – détermine en effet les résultats macroéconomiques. La deuxième partie expose la pratique en se fondant sur les cadres de réflexion. Elle se concentre sur certains événements récents qui ont émaillé la crise dans la zone euro et qui mettent en lumière d'éventuelles discordances dans la vision conventionnelle. La troisième partie présente les conclusions.

## 1. Des visions différentes en fonction du cadre de réflexion monétaire

### 1.1 La vision conventionnelle : une stricte répartition des tâches

Dans les années 1960 et 1970, la politique monétaire comme la politique budgétaire jouaient un rôle important dans la réalisation de la stabilité macroéconomique. La coordination entre ces deux politiques se faisait de manière naturelle de façon à parvenir à l'équilibre tant interne qu'externe. À partir des années 1980, l'opinion selon laquelle la capacité stabilisatrice de la politique monétaire était supérieure à celle de la politique budgétaire a toutefois gagné du terrain. Il en a résulté un consensus prévoyant une stricte répartition des tâches : la banque centrale est responsable de la stabilité macroéconomique (en maintenant la stabilité des prix, ce qui revient généralement à stabiliser la production à son niveau potentiel), et l'autorité budgétaire peut y contribuer le mieux en veillant aux caractères sains et durables des finances publiques.

#### **La politique monétaire joue principalement un rôle de stabilisation**<sup>(1)</sup>

Toutes sortes de raisons expliquent le rôle essentiellement stabilisateur dévolu à la politique monétaire. Ainsi, il est apparu que la répartition des tâches était en pratique un succès. Après le déraillement de l'inflation dans les années 1970, l'inflation basse et stable – le nouvel objectif que s'étaient fixé les banques centrales – a porté ses fruits, puisque la volatilité macroéconomique a clairement diminué à partir du milieu des années 1980 (cf. graphique 1). Des études ont toutefois démontré que, outre

une efficacité accrue de la politique monétaire, les chocs macroéconomiques majoritairement favorables et les réformes structurelles de l'économie (comme un assouplissement des marchés du travail et des biens) ont eux aussi concouru à stabiliser l'environnement macroéconomique<sup>(2)</sup>. Sur le plan théorique, les modèles macroéconomiques ont fait apparaître que la politique monétaire favoriserait le mieux l'activité économique en assurant une inflation basse et stable<sup>(3)</sup>. Comme la politique monétaire, en fixant les taux directeurs, s'était révélée apte à stabiliser non seulement l'inflation mais également l'écart de production, une politique budgétaire active s'avérait moins nécessaire pour réaliser ce dernier objectif.

En outre, le rôle stabilisateur d'une politique budgétaire discrétionnaire a été remis en question. Ce scepticisme a notamment été induit par le surcroît d'attention dont a bénéficié l'équivalence ricardienne<sup>(4)</sup> dans un contexte d'anticipations rationnelles, de même que par l'absence de consensus empirique quant à l'ampleur du multiplicateur budgétaire – c'est-à-dire la mesure dans laquelle une impulsion budgétaire influe sur la croissance économique. Aussi, il n'est pas fréquent de prendre des mesures budgétaires (les budgets sont généralement établis une seule fois par an), et leur élaboration ainsi que leur mise en œuvre prennent du temps. Celles-ci risquent dès lors de ne sortir leurs effets que lorsque la situation conjoncturelle s'est déjà inversée, ce qui menacerait de les rendre procycliques. Des mesures expansionnistes introduites en période de crise sont par ailleurs difficiles à renverser en période d'embellie : un *deficit bias* peut alors déboucher sur une dette publique galopante. L'héritage de la crise des années 1970 (et du début des années 1980) impliquait lui aussi des déficits élevés et des dettes grossissantes, dans la mesure où la politique budgétaire était mise en œuvre pour soutenir l'économie. La possibilité de mener une politique budgétaire discrétionnaire en guise d'instrument contracyclique a dès lors fortement diminué, et la priorité s'est plutôt déplacée vers la stabilisation et la réduction des hauts niveaux de la dette publique.

Contrairement aux interventions budgétaires actives, les stabilisateurs automatiques agissent pour leur part sans retard et sont temporaires et ciblés. En effet, en l'absence d'actions discrétionnaires de la part des pouvoirs publics, les allocations de chômage et de sécurité sociale augmentent (baissent) en période de mauvaise (bonne)

(1) Pour une analyse plus détaillée du consensus d'avant la crise, cf. notamment Blanchard *et al.* (2010).

(2) Pour un aperçu des principales explications de la « grande modération », cf. notamment Bernanke (2004).

(3) Pour une discussion à ce propos, cf. Blanchard et Galí (2007).

(4) Selon cette hypothèse, en réaction à une expansion budgétaire et à une aggravation du déficit public, le secteur privé va intensifier son épargne car les ménages et les entreprises supposent que les pouvoirs publics vont à l'avenir une nouvelle fois alourdir les impôts ou réduire les allocations. Sous sa forme la plus extrême, cette théorie implique dès lors qu'une expansion budgétaire ne stimule nullement l'économie, pas plus qu'une contraction budgétaire ne la freine.

conjoncture, tandis que les recettes fiscales diminuent (s'accroissent) alors généralement, ce qui a pour effet de lisser les fluctuations de la conjoncture. La vision conventionnelle assigne donc bien un rôle aux stabilisateurs automatiques dans le lissage des fluctuations économiques. Plus les pouvoirs publics influent sur l'économie, plus l'effet des stabilisateurs automatiques est puissant. C'est précisément la raison pour laquelle ils agissent plus fortement en Europe qu'aux États-Unis. Pour permettre à ces stabilisateurs automatiques de jouer pleinement sans susciter d'incertitude quant à la soutenabilité de la dette publique, il est toutefois essentiel que les finances publiques restent saines.

Des finances publiques saines conditionnent également l'efficacité du rôle stabilisateur de la politique monétaire. La théorie et la pratique ont en effet démontré que des pressions politiques pouvaient inciter une banque centrale à financer une politique budgétaire expansionniste en octroyant directement des crédits aux pouvoirs publics. L'impulsion budgétaire qui accompagne ce phénomène et stimule la demande peut alors entraîner une hausse de l'inflation, voire, à terme, si elle est excessive, une spirale inflationniste, qui peut à son tour avoir des répercussions négatives sur le bien-être<sup>(1)</sup>. Par crainte de ce scénario, de nombreux États ont assuré l'indépendance de leur banque

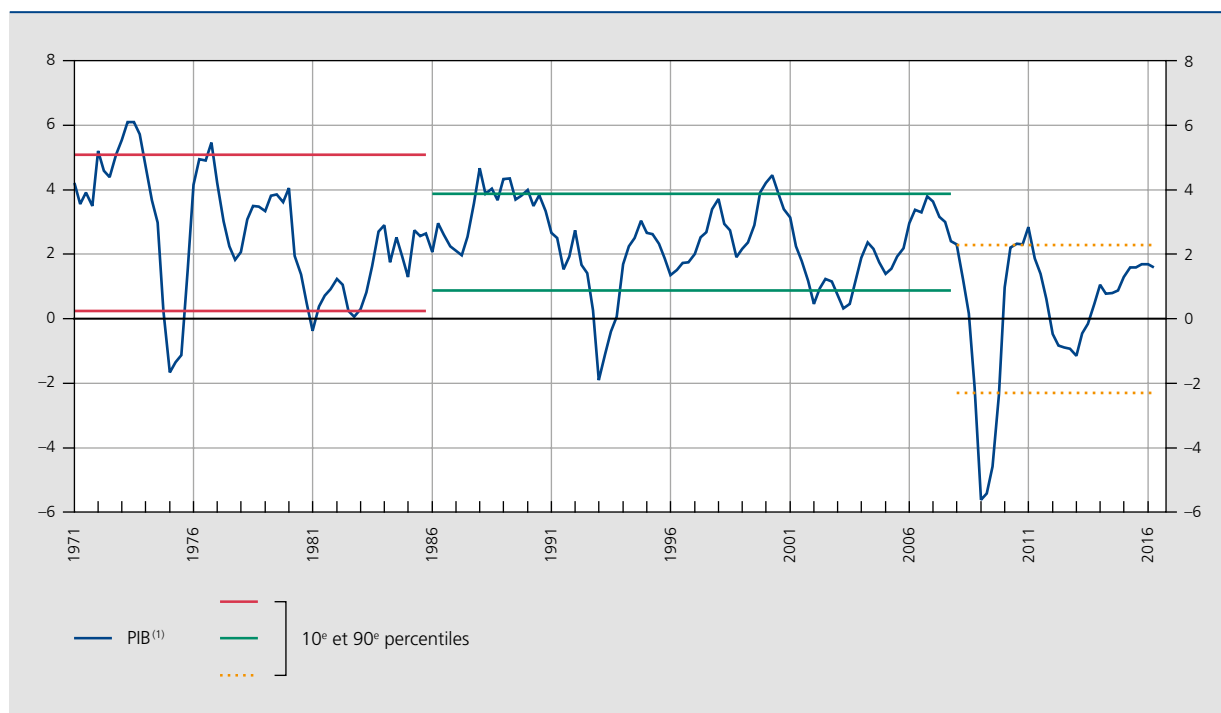
centrale et l'ont chargée de veiller à la stabilité des prix, tandis que des règles budgétaires ont été imposées aux instances gouvernementales.

### Le cadre institutionnel européen

Cette façon de voir conventionnelle se reflète également dans le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM). Une banque centrale européenne indépendante a ainsi été instituée, qui est responsable de la stabilité des prix au sein de l'Union monétaire dans son ensemble. Le Conseil des gouverneurs de la BCE définit la stabilité des prix comme une inflation inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Cette perspective à moyen terme accorde une certaine flexibilité à la BCE pour atteindre son objectif premier, ce qui permet d'éviter de vastes fluctuations de l'activité économique et des taux

(1) Les coûts associés à une inflation élevée et variable sont nombreux. Celle-ci implique que les sujets économiques doivent consentir plus d'efforts (inefficaces) pour adapter correctement les prix et les salaires et, lorsque cela ne se produit pas fréquemment, elle induit également une perturbation des signaux de prix relatifs (ce qui biaise l'allocation des ressources). Elle se traduit par des primes de risque plus élevées, et donc par des taux d'intérêt réels plus hauts, ce qui freine les investissements. Elle exige de plus gros efforts de la part de la politique monétaire lorsque cette dernière veut orienter les taux d'intérêt réels. Enfin, un rebond inopiné de l'inflation entraîne également une redistribution arbitraire du patrimoine des prêteurs aux emprunteurs.

**GRAPHIQUE 1** FORTE BAISSÉ DE LA VOLATILITÉ MACROÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO



Sources: Base de données AWM, CE.

(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

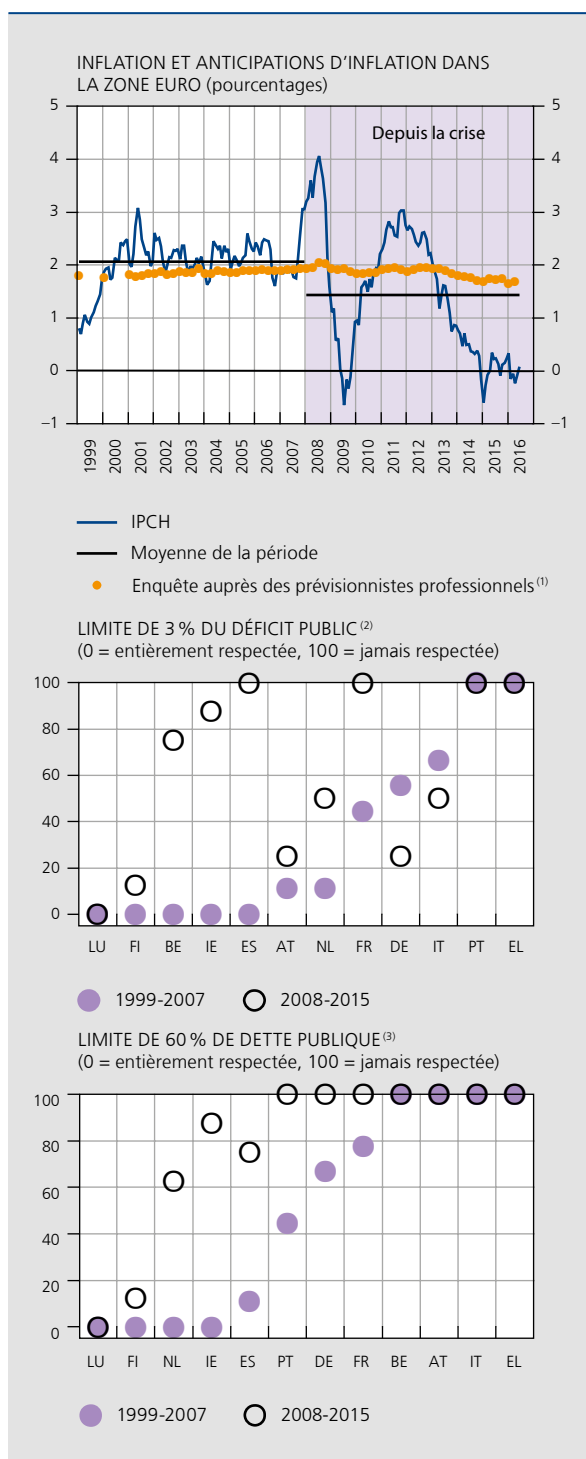
directeurs qui résulteraient de réactions immédiates à tous les chocs d'inflation. De cette manière, le fait de fixer un objectif principal de stabilité des prix se révèle donc également bénéfique pour la stabilité macroéconomique, et la BCE contribue ainsi à la réalisation du second objectif que le Traité lui assigne, c'est-à-dire le soutien à la politique économique générale.

Par ailleurs, des règles budgétaires ont été imposées aux autorités nationales. Au sein d'une union monétaire, l'incitation à mener une politique budgétaire inadaptée est en effet plus forte que dans un pays autonome. Les expansions budgétaires n'exercent en effet qu'un effet minime sur l'inflation dans l'union monétaire dans son ensemble (cela est d'autant plus vrai pour les pays plus petits). La banque centrale relèvera dès lors moins ses taux directeurs que si elle ne veillait qu'à la stabilité des prix dans un pays autonome. Les taux d'intérêt réels dans le pays qui mène une politique budgétaire expansionniste sont donc plus bas, ce qui fera rebondir plus vivement la croissance. Ces taux directeurs plus élevés dans l'ensemble de l'union monétaire ont toutefois un coût pour les autres États membres. En outre, on craignait que les marchés financiers ne pénaliseraient pas à temps une hausse prononcée de la dette publique d'un État membre en relevant le taux d'intérêt de manière à compenser une augmentation du risque de défaut de paiement et que le coup de semonce ne tarderait pas (*sudden stop*). Afin de veiller à la bonne santé des finances publiques dans chacun des pays de la zone euro, on a donc tenté à la fois d'instaurer une discipline de marché et d'imposer des règles budgétaires. L'interdiction du financement monétaire de la dette publique et la clause de *no bail-out* ont ainsi été combinées avec des valeurs de référence budgétaires qui ont toutes été inscrites dans la loi<sup>(1)</sup>. Ces valeurs de référence ont ensuite été développées plus en détail dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) : le déficit public ne peut pas excéder 3 % du PIB et la dette publique ne peut pas être supérieure à 60 % du PIB ; sinon la dette doit diminuer suffisamment. De plus, le PSC impose que les États membres atteignent à moyen terme des situations budgétaires qui soient quasiment en équilibre ou qui affichent un léger excédent, de manière à ce que les stabilisateurs automatiques puissent jouer librement, sans que le déficit public ne dépasse la valeur de référence de 3 %. Les architectes de l'UEM ont donc tout mis en œuvre pour que rien ni personne ne détourne la BCE de son mandat de garante de la stabilité des prix ; en d'autres termes, ils ont essayé d'assurer un degré de dominance monétaire aussi élevé que possible<sup>(2)</sup>.

(1) Cf. articles 123, 125 et 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

(2) Cf. également Praet (2015).

**GRAPHIQUE 2** RÉALISATION DE L'OBJECTIF SPÉCIFIQUE RESPECTIVEMENT PAR L'EUROSISTÈME ET PAR LES AUTORITÉS BUDGÉTAIRES NATIONALES



Sources : CE, BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Moyenne de la distribution de probabilité agrégée des anticipations d'inflation à cinq ans (calculs propres). Les données sont tirées de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

(2) Rapport, en pourcentage, entre le nombre d'années durant lesquelles le déficit public exprimé en pourcentage du PIB est supérieur à 3 % et le nombre total d'années au cours de la période considérée.

(3) Rapport, en pourcentage, entre le nombre d'années durant lesquelles la dette publique exprimée en pourcentage du PIB est supérieure à 60 % et le nombre total d'années au cours de la période considérée.

Le graphique 2 montre que, pendant la décennie qui a précédé la crise, l'Eurosystème parvenait en effet très bien à atteindre son objectif. L'inflation s'était ainsi en moyenne établie à 2%. En revanche, la majorité des douze pays d'origine de la zone euro ne respectaient pas les règles budgétaires, et ce souvent plusieurs années durant. L'Eurosystème est néanmoins parvenu à maîtriser la volatilité du PIB et l'inflation dans la zone euro, et son rôle de stabilisateur ne s'en est donc pas trouvé menacé (cf. aussi graphique 1). On a toutefois assisté, parallèlement à ces performances relativement robustes sur le plan de la croissance et de l'inflation, à la constitution de déséquilibres financiers dans un certain nombre de pays<sup>(1)</sup>. Le consensus d'avant la crise n'ayant pas accordé suffisamment d'attention à la dimension macroéconomique de la stabilité financière et ayant examiné les risques financiers presque exclusivement au niveau des établissements financiers individuels, ces déséquilibres ont toutefois échappé à la vigilance des décideurs. Associée à l'absence d'instruments permettant de s'attaquer aux déséquilibres, cette situation a confronté les autorités à de grands défis pendant la crise.

## 1.2 Les politiques monétaire et budgétaire étant étroitement liées, une analyse conjointe s'impose

Au début des années 1990, s'est toutefois également fait jour une autre vision, qui attribue aux politiques tant monétaire que budgétaire le rôle explicite de veiller à la stabilité macroéconomique, et en particulier à la stabilité des prix. Selon cette vision, plutôt que la seule politique monétaire, la politique budgétaire définit elle aussi de manière plus explicite comment les variables nominales évoluent au sein de l'économie. Dans le cadre du présent article, nous qualifions cette vision alternative de « théorie monétaire-budgétaire » (sous une forme plus restreinte, elle est probablement mieux connue sous le nom de théorie budgétaire du niveau des prix – *fiscal theory of the price level*)<sup>(2)</sup>. Les pères de cette vision sont Eric Leeper, Chris Sims et John Cochrane; Sargent et Wallace (1981) étaient eux aussi déjà convaincus que la politique budgétaire jouait un rôle dans l'évolution de l'inflation.

La suite de la section aborde de manière plus approfondie les différences entre la théorie monétaire traditionnelle et la théorie monétaire-budgétaire. L'objectif est d'illustrer quelques-uns des enseignements de la théorie alternative à l'aide de comparaisons simples, sans prétendre être exhaustif. Pour des explications plus détaillées, nous vous renvoyons aux travaux des fondateurs de cette théorie.

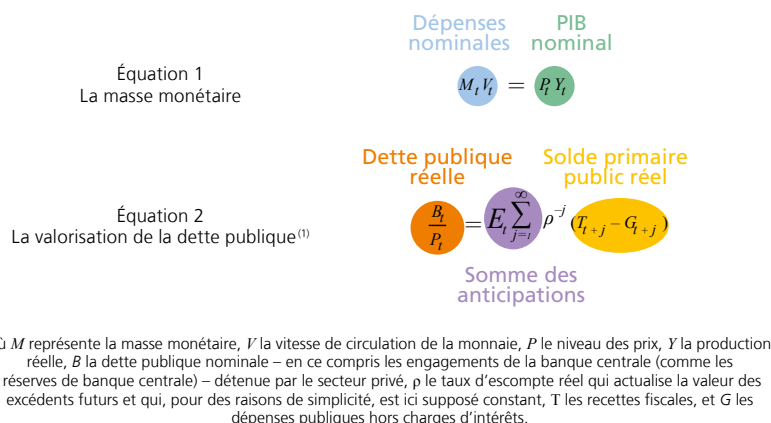
La différence entre les deux visions est le reflet de cadres de réflexion théoriques divergents, en particulier en ce qui concerne les hypothèses relatives à la conduite de la politique budgétaire. Les cadres de réflexion respectifs reposent tous deux sur une paire d'équations d'équilibre dans lesquelles apparaît le niveau des prix: une équation des échanges et une équation portant sur la dette publique (cf. graphique 3). Ces deux équations se retrouvent dans tous les modèles économiques courants, de manière plus ou moins explicite toutefois – selon le rôle attribué à la politique budgétaire dans la détermination du niveau des prix. En s'appuyant sur ces deux équations, le présent article a pour seule finalité d'indiquer l'évolution du niveau général des prix ou de l'inflation et ne livre donc pas d'information sur la stabilisation de la conjoncture ou sur la croissance économique. En d'autres termes, il s'agit d'une analyse purement monétaire.

À l'équilibre, les dépenses totales pour les transactions économiques (la masse monétaire multipliée par le nombre de fois où chaque euro est dépensé annuellement) sont égales à la valeur des transactions (équation 1) et la valeur de l'encours de la dette publique est égale à la valeur actuelle des excédents primaires des administrations publiques à dégager dans le futur pour rembourser cette dette (équation 2). Il convient de noter que la dernière équation s'entend en termes réels: c'est le prix relatif de la dette publique – c'est-à-dire la valeur nominale de l'encours des titres publics<sup>(3)</sup> corrigée du niveau général des prix – qui doit être égal au flux actuel des excédents primaires réels que les pouvoirs publics devraient enregistrer (les recettes des administrations publiques après déduction des dépenses publiques hors charges d'intérêts). Cette équation trouve un écho dans la détermination des cours des actifs financiers, leur prix correspondant à la valeur actuelle des flux de revenus que ces actifs sont appelés à générer à l'avenir. Dans le même ordre d'idées, les agents économiques estiment la dette publique sur la base des ressources que, selon toute vraisemblance, les administrations publiques prélèveront à terme sur l'économie. Notons que par « dette publique », il y a lieu d'entendre ici la dette publique consolidée détenue par le secteur privé: il s'agit tant de la dette de l'autorité budgétaire que des dettes que les banques centrales ont inscrites à leur passif, comme les

(1) Pour de plus amples détails et pour une interprétation des causes de la crise dans la zone euro, cf. p. ex. Baldwin et Giavazzi (2015).

(2) Étant donné l'attention explicite que la vision alternative accorde à la politique budgétaire pour expliquer l'évolution du niveau général des prix, le choix de l'appellation *fiscal theory of the price level* semble à première vue logique. Ce sont toutefois les interactions entre ces deux domaines politiques qui se révèlent cruciales, d'où notre appellation alternative. Eric Leeper (2016a) parle aussi de *real theory of the price level*.

(3) Dans bon nombre d'économies avancées, celui-ci consiste essentiellement en titres de créance nominaux libellés en monnaie nationale, bien que plusieurs pays émettent également des titres publics liés à l'inflation ou de la dette en devises, mais l'importance de ces deux derniers types d'émissions est plutôt limitée.



(1) N'est présentée ici qu'une version simplifiée de l'équation intégrant uniquement les emprunts publics à court terme.

réserves de banque centrale porteuses d'intérêts ou les billets. Le présent article considère par ailleurs le flux attendu des soldes primaires réels.

La théorie monétaire « traditionnelle » postule que seule la politique monétaire est à même de garantir la stabilité des prix à long terme. L'équation 1 incarne cette vision puisqu'elle démontre que, considérant une vitesse de circulation de la monnaie relativement constante ( $V$ ) et sachant que la politique monétaire n'exerce pas d'effet sur la production à long terme, la banque centrale est en mesure de maintenir sous contrôle le niveau des prix ( $P$ ) à long terme, tout simplement en jouant sur son instrument de politique monétaire (c'est-à-dire la masse monétaire ( $M$ ) dans cette équation des échanges classique). Ni la politique budgétaire ni la dette publique n'ont de rôle explicite à jouer dans ce cas de figure, même si l'une et l'autre sont bel et bien présentes en arrière-plan, comme on l'expliquera plus loin.

Dans la pratique, la masse monétaire ne constitue pas un instrument direct de la politique monétaire. C'est plutôt en fixant son taux directeur qu'une banque centrale tâche d'orienter l'inflation (ce processus implique aussi une modification de l'évolution de la masse monétaire)<sup>(1)</sup>. Un taux directeur plus élevé ralentit l'inflation, là où un taux directeur plus bas l'avive. Selon Leeper (1991), la politique monétaire joue en l'occurrence un rôle « actif » en ce sens que la banque centrale procède à un ajustement de son instrument dans le but de stabiliser l'inflation. Cela signifie concrètement que les modèles standard imposent à la politique monétaire une règle de Taylor<sup>(2)</sup> en vertu de laquelle une banque centrale doit en fin de

compte relever/abaisser plus que proportionnellement le taux d'intérêt nominal en réaction à une hausse/baisse de l'inflation afin d'imprimer au taux d'intérêt réel une trajectoire adéquate et de rétablir la stabilité des prix.

Toute variation du taux directeur en réaction à des chocs d'inflation a également des répercussions sur les charges d'intérêts nominales des administrations publiques, ce qui nous amène à la seconde équation. Une hausse du taux directeur nominal se traduit donc dans l'équation 2 par une augmentation proportionnelle de la dette nominale  $B$  (l'effet sur le taux se trouve dans le numérateur du membre de gauche). Dans la mesure où la banque centrale applique le principe de Taylor, les charges d'intérêts réelles, et donc la dette réelle, varient également. Le membre de gauche dépasse donc celui de droite. Pour que l'équation 2 reste valable et que l'économie se maintienne sur une trajectoire stable, il faut dès lors que les détenteurs de la dette publique s'attendent à ce que les administrations publiques augmentent leurs soldes primaires ( $T-G$ ).

Les modèles standard macroéconomiques reposent en effet sur l'hypothèse (implicite ou explicite) selon laquelle les administrations publiques ajustent toujours leurs excédents primaires de manière à ce qu'ils stabilisent la dette réelle (pour reprendre les termes de Leeper (1991), les administrations publiques endossent un rôle « passif »<sup>(3)</sup>)

(1) Pour de plus amples informations concernant le fonctionnement précis d'une politique de pilotage du taux d'intérêt par opposition à une politique de pilotage de la base monétaire, cf. Aucremanne *et al.* (2007).

(2) Pour de plus amples informations, cf. notamment Taylor (1999).

(3) Leeper prévoit en effet que la politique budgétaire ajuste « passivement » ses excédents primaires pour stabiliser la dette réelle et considère à cet égard la trajectoire de la politique monétaire comme une donnée exogène.



et les anticipations concernant ce rôle passif se forment correctement. C'est pourquoi les modèles accordent peu d'importance au volet budgétaire et font en quelque sorte abstraction de l'équation 2, qui constitue dans ce cadre une contrainte budgétaire pour les administrations publiques. Selon ce courant de pensée, une banque centrale indépendante qui réagit adéquatement à l'inflation est considérée comme une condition suffisante pour parvenir à la stabilité des prix.

La vision monétaire-budgétaire conteste quant à elle la suprématie de la politique monétaire. Le fait que le niveau des prix ( $P$ ) figure également dans l'équation 2, implique ici que la politique budgétaire peut aussi avoir un rôle à jouer. Plus spécifiquement, cette vision établit que la stabilité des prix nécessite une coordination entre les politiques monétaire et budgétaire, même si elle ne se perçoit pas toujours explicitement. En effet, si les administrations publiques ne suivent pas la règle dite passive, une politique monétaire restrictive ne permet pas de parer un choc d'inflation. Sims (2012) et Leeper (2016b) argumentent que si les agents économiques tablent sur un statu quo de la trajectoire de la politique budgétaire après un relèvement du taux directeur, les détenteurs des titres publics se sentent plus riches (ils perçoivent un taux majoré et n'anticipent pas que les pouvoirs publics augmenteront leurs prélèvements sur l'économie) et sont donc tentés d'acquérir plus de biens et de services. L'inflation sera en fin de compte entraînée à la hausse en dépit du but initialement recherché par la banque centrale. Sous l'approche plutôt « mécanique » de l'équation 2, cela signifie qu'une hausse de  $P$  constitue le seul moyen de stabiliser le membre de gauche lorsque  $B$  augmente et que le membre de droite reste inchangé. En effet, selon la théorie monétaire-budgétaire, les administrations publiques ne peuvent se permettre de défaut de paiement sur les dettes libellées dans leur monnaie puisque cette théorie suppose que les pays disposant d'une politique monétaire propre veulent éviter que leur stabilité financière ne soit mise en péril.

La théorie monétaire-budgétaire livre ainsi une explication moins courante de l'épisode d'inflation élevée et galopante qui a touché le Brésil dans les années 1980. Loyo (1999) suggère en effet que ce phénomène trouve son origine dans la combinaison d'une politique monétaire et d'une politique budgétaire actives. En relevant ses taux, la banque centrale s'efforçait de comprimer la forte inflation. Or, comme les agents économiques s'attendaient à ce que l'alourdissement des charges d'intérêts n'induisse pas de consolidation fiscale (autrement dit, que l'autorité budgétaire ne s'oriente pas

passivement vers une stabilisation de la dette publique réelle), les détenteurs d'obligations avaient le sentiment d'être plus riches, entraînant dès lors une hausse de l'inflation. Dans cet épisode, une politique monétaire plus restrictive aurait donc entraîné un alourdissement de la dette nominale et fait exploser l'inflation. Autrement dit, la théorie monétaire-budgétaire ne voit pas qu'une origine budgétaire aux hyperinflation – contrairement à la vision conventionnelle – mais y voit également la possibilité d'une cause monétaire. Dans le premier cas, le dérapage de l'inflation résulte du financement monétaire de déficits budgétaires alors que dans le second, il découle de l'incidence budgétaire d'une politique restrictive des taux d'intérêt.

La théorie monétaire-budgétaire ne considère dès lors pas l'équation 2 comme une contrainte budgétaire, mais uniquement comme une condition d'équilibre pour la stabilité des prix. Pour parvenir à l'équilibre, il faut que la dette réelle et l'inflation suivent toutes deux une évolution stable ou prévisible. Dans la théorie monétaire-budgétaire (selon la classification de Leeper (1991), cf. également le graphique 4), cet objectif peut être atteint aussi bien par le dosage politique associant une politique monétaire active et une politique budgétaire passive (qui correspond d'ailleurs à la vision conventionnelle) que par une combinaison moins courante couplant une politique monétaire passive et une politique budgétaire active. La théorie monétaire-budgétaire souligne qu'une certaine forme de coordination entre les deux autorités est toujours nécessaire si l'une d'elles entend stabiliser efficacement l'évolution des prix. Dans la première configuration, une politique monétaire restrictive freine l'inflation précisément parce que les administrations publiques sont supposées constituer des excédents primaires en conséquence. De manière analogue, une politique monétaire expansive est inflationniste parce que les administrations publiques sont censées réduire leurs excédents primaires dans ce cas de figure. En édictant les règles du PSC, le cadre institutionnel européen pressentait en fait la nécessité d'un dispositif budgétaire réglementaire pour assurer la prépondérance de la politique monétaire. Dans la seconde configuration (politique monétaire passive et politique budgétaire active), c'est en revanche l'autorité budgétaire qui garde l'inflation sous contrôle (en définissant  $B$  et les anticipations relatives aux soldes primaires) alors que l'autorité monétaire stabilise passivement la dette réelle en ajustant l'orientation de sa politique. Cela signifie concrètement qu'en ne réagissant pas ou en réagissant insuffisamment aux chocs inflationnistes apportés par la politique budgétaire, la banque centrale évite une accélération de l'endettement et de l'inflation.

**GRAPHIQUE 4** DIFFÉRENTES COMBINAISONS DES POLITIQUES<sup>(1)</sup> POSSIBLES SELON LA THÉORIE MONÉTAIRE-BUDGÉTAIRE

	Politique budgétaire active	Politique budgétaire passive
Politique monétaire active	Pas de solution	Équilibre unique (vision conventionnelle)
Politique monétaire passive	Équilibre unique	Différentes solutions possibles, donc pas d'équilibre unique

(1) Classification de Leeper (1991).

En laissant les différentes interactions entre politique monétaire et politique budgétaire s'opérer librement, la théorie monétaire-budgétaire offre donc un large éventail de pistes que l'économie peut suivre et qui pourront aussi bien la mener sur la voie de l'équilibre que l'en éloigner (cf. graphique 4 pour un aperçu). Elle complète ainsi la théorie conventionnelle et livre une image plus exhaustive de la complexité et des nuances en matière de coordination entre les politiques monétaire et budgétaire.

### 1.3 Quelle est la « bonne » vision du monde ?

La formulation de cette question est probablement trop tranchée. Selon les modèles, la politique monétaire comme la politique budgétaire jouent en effet, dans les deux théories, un rôle dans la détermination de la stabilité des prix. La théorie monétaire-budgétaire attribue en l'occurrence un rôle explicite à la politique budgétaire, là où la vision émanant du consensus qui prévalait avant la crise ne lui attribue pas de rôle dominant et en fait au fond abstraction. La théorie monétaire-budgétaire fait apparaître que la vision conventionnelle risque de perdre de vue certaines interactions entre les deux domaines de politiques ou d'émettre des hypothèses excessives concernant le comportement approprié de chaque autorité (la politique budgétaire stabilise les dettes et la politique monétaire peut modifier les taux directeurs à l'envi). Ces lacunes sont on ne peut plus pertinentes. La partie qui suit traite plus en détail d'une série d'événements qui ont jalonné la crise dans la zone euro et ont mis au jour les manquements de la vision économique prônée et du cadre institutionnel européen. La théorie monétaire-budgétaire percevait déjà ces problèmes, comme l'atteste le titre bien senti d'une étude de Chris Sims de 1999, « The precarious fiscal foundations of EMU », qui allait s'avérer prophétique. Parallèlement, la théorie monétaire-budgétaire demeure quelque peu controversée, dans la mesure où elle est encore difficile à mettre en œuvre et où elle énonce une série d'hypothèses fortes (par exemple l'impossibilité de défaut de paiement dans le chef d'une

administration publique). Il n'en reste pas moins qu'elle peut apporter des éclairages enrichissants dans certaines situations. La partie qui suit y revient plus longuement.

## 2. La crise a dévoilé les lacunes de la vision conventionnelle et des institutions établies

### 2.1 L'absence d'un soutien monétaire a ouvert la voie à une crise de la dette souveraine auto-réalisatrice

La théorie monétaire-budgétaire suggère que les pays de la zone euro émettent dans les faits de la dette réelle plutôt que nominale. En effet, leur dette est exprimée en euros, dont l'émission n'est pas déterminée par les États membres individuels. Cette situation a rendu les pays de la zone euro plus vulnérables, les marchés financiers étant en mesure d'acculer les administrations publiques au défaut de paiement. L'équation 2 présentée au graphique 3 ci-avant permet de clarifier cela. Préserver l'équilibre nécessite que l'accroissement de la dette réelle soit associé à des anticipations d'excédents primaires accrus à dégager dans le futur. S'il est cependant supposé que les administrations publiques n'envisagent pas ou ne sont pas en mesure d'augmenter leurs prélèvements réels sur l'économie (dans la seconde équation, le membre de droite est inférieur à celui de gauche), des perspectives de défaut de paiement apparaissent et les investisseurs viennent à exiger des primes de risque majorées pour couvrir ce risque. Il en va autrement lorsque la dette est de nature nominale. Dans l'éventualité d'un alourdissement de la dette nominale, l'équilibre peut être rétabli par la voie d'une consolidation budgétaire à venir mais aussi par une augmentation du niveau des prix. La dette nominale n'est en somme jamais qu'un droit sur des euros dans le futur ; pour les administrations publiques



d'un pays disposant d'une banque centrale propre, la monnaie domestique est théoriquement disponible. Par conséquent, l'équation 2 peut en principe toujours être respectée, ce qui exclut pour ainsi dire tout défaut de paiement<sup>(1)</sup>. La dette publique nominale ne présente dès lors pas de risque de crédit, à ceci près qu'elle peut nuire à la stabilité des prix.

La vision conventionnelle exclut dès lors cette interaction entre les pouvoirs publics et la banque centrale au motif qu'elle craint, à juste titre, le financement monétaire et une inflation trop élevée. Dans l'optique d'assurer la prépondérance du volet monétaire, elle préconise donc la création de banques centrales indépendantes et, dans la zone euro, on proscriit même le financement monétaire par la BCE de la dette publique. Les principes stricts contenus dans le Traité mettent donc en évidence le caractère réel de la dette publique des pays de la zone euro : ils impliquent que la BCE – au même titre d'ailleurs que d'autres pays membres et l'Union européenne dans son ensemble – s'abstiendrait d'intervenir si les marchés des obligations publiques (et donc la monnaie unique) venaient à subir une pression du fait des marchés financiers. Il a ainsi été admis qu'un État membre pouvait échouer en situation

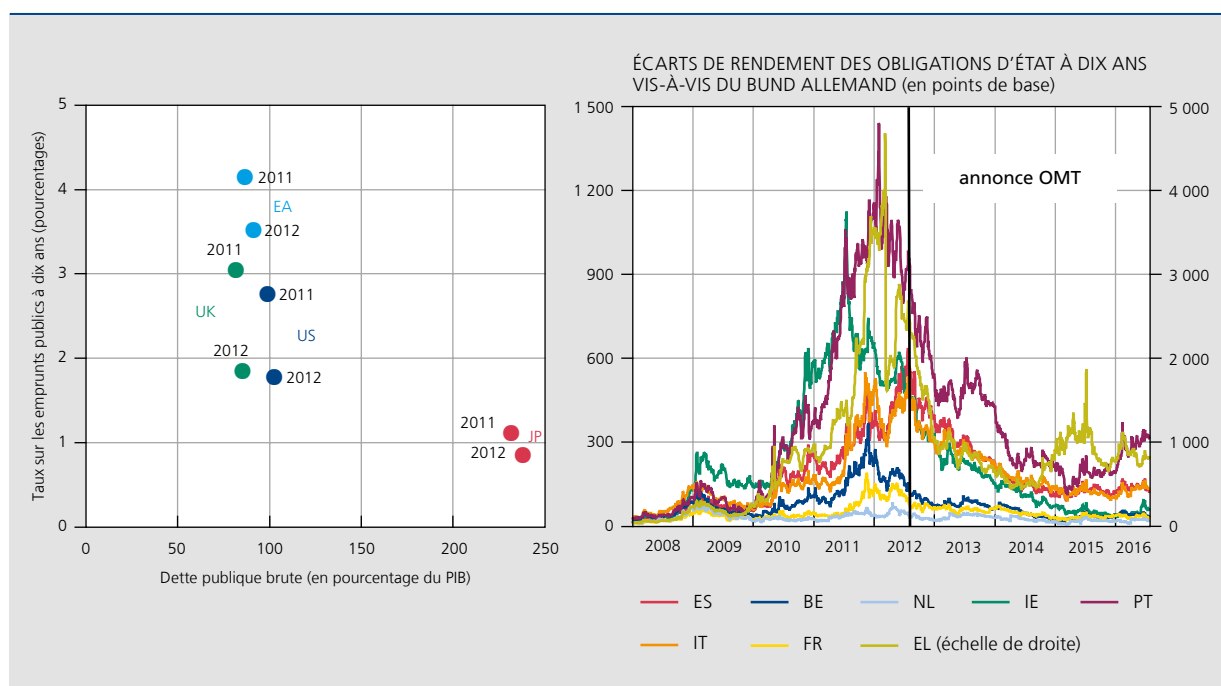
de défaut. Cette éventualité est nettement moins présente dans un pays qui dispose de sa propre banque centrale, cette dernière assumant en principe le rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché des emprunts publics. Le simple fait d'anticiper que tel sera le cas exerce généralement un effet stabilisateur<sup>(2)</sup>. Les pays de la zone euro présentaient donc une prédisposition pour des anticipations de marché auto-réalisatrices de nature à muer une crise de liquidité des administrations publiques en une crise de solvabilité.

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a en effet rendu l'absence de soutien monétaire particulièrement palpable. Alors que les fondamentaux budgétaires de l'ensemble de l'Union monétaire ne s'avéraient pas plus médiocres que dans d'autres économies avancées durant la période 2010-2012, les taux d'intérêt dus par les administrations publiques sur les émissions de titres de leur dette y ont cru bien plus sensiblement (cf. graphique 5) en raison de primes de risque plus élevées. La panique auto-réalisatrice qui s'est emparée du marché s'est en effet installée dans les pays vulnérables de la zone euro, creusant considérablement les écarts de rendement des emprunts publics vis-à-vis d'emprunts considérés comme des refuges. Si l'inquiétude entourant la soutenabilité de la dette était pleinement justifiée dans certains pays de la zone euro, les déterminants macroéconomiques et financiers sous-jacents ne s'étaient pas détériorés au point de justifier une réévaluation si marquée. Outre la

(1) L'impossibilité de défaut des administrations publiques est l'une des hypothèses centrales sur lesquelles se base la théorie monétaire-budgétaire pour inférer ses résultats.

(2) Cf. également Draghi (2014).

**GRAPHIQUE 5 TAUX D'ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET TENSIONS FINANCIÈRES**



Sources : BCE, FMI, Thomson Reuters Datastream.

perspective de pouvoirs publics défaillants, cela a également induit celle que certains pays pourraient se voir contraints de quitter l'Union monétaire, ce qui, conformément à la théorie monétaire-budgétaire, leur permettrait d'à nouveau recourir à l'inflation pour stabiliser la dette publique réelle. Au-delà de la crainte d'une réduction explicite de la dette publique existante (risque de défaut de paiement), les doutes quant à l'irréversibilité de l'euro (risque de « redénomination ») ont donc constitué une source supplémentaire de pressions haussières sur les taux d'intérêt des titres publics.

Le taux des obligations d'État servant généralement de référence pour les autres taux du marché, la fragmentation du marché des emprunts publics a également perturbé la transmission et l'uniformité de la politique monétaire. La BCE a par la suite adopté plusieurs mesures dans le but de contrecarrer la fragmentation dans la zone euro. En fin de compte, c'est l'annonce, durant l'été de 2012, des OMT<sup>(1)</sup> – un programme d'achats conditionnels de titres publics destiné aux pays de la zone euro en difficulté – qui a brisé le cercle vicieux entre les anticipations du marché et la dynamique de la dette publique. En procédant de la sorte, la BCE s'est attribué le rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché des emprunts publics et a fait savoir qu'elle était prête et apte à étouffer dans l'œuf toute attaque (injustifiée) sur la dette publique d'un État membre.

Les OMT constituent donc un instrument permettant d'assurer la stabilité du système financier à court terme. La solvabilité à long terme nécessite quant à elle des efforts actifs de la part des administrations publiques elles-mêmes. Ce principe est au cœur non seulement du projet d'OMT – les achats ne peuvent être effectués que si les pays concernés respectent les conditions posées par un programme d'ajustement macroéconomique – mais aussi du cadre institutionnel européen. Ainsi, les règles en matière de discipline budgétaire du PSC y pourvoient, mais elles pèchent malheureusement par leur caractère insuffisamment contraignant. Il convient par ailleurs de souligner qu'à la veille de la crise, les finances publiques de la plupart des pays de la zone euro n'étaient pas jugées problématiques. Dans plusieurs pays, l'inquiétude à ce sujet n'est apparue qu'après que les administrations publiques se sont vues contraintes de faire face aux répercussions de l'éclatement d'une bulle de crédit, et ce tant sur le plan macroéconomique que pour

sauver les banques domestiques. Conjugée à des taux d'intérêt élevés traduisant la panique sur le marché, la croissance économique apathique a exercé une pression supplémentaire sur la soutenabilité de la dette. Ce constat souligne l'importance du suivi et de la préservation de la stabilité macroéconomique et financière, en ce compris pour les finances publiques et la politique monétaire. Depuis la crise, plusieurs initiatives ont été prises en ce sens sur le plan institutionnel européen. Ainsi, la mise sur pied de l'union bancaire a pour finalité d'améliorer le contrôle du secteur bancaire et de faciliter la dissolution d'établissements défaillants sans que l'État n'ait à intervenir. La création du mécanisme européen de stabilité (MES) – qui apporte une aide financière conditionnelle à des pays en difficulté – aide les États membres de la zone euro à mieux se prémunir contre d'importants chocs asymétriques. Enfin, la gouvernance économique a été élargie et les déséquilibres dans le secteur privé – tel par exemple le développement d'un endettement excessif – font désormais eux aussi l'objet d'un suivi.

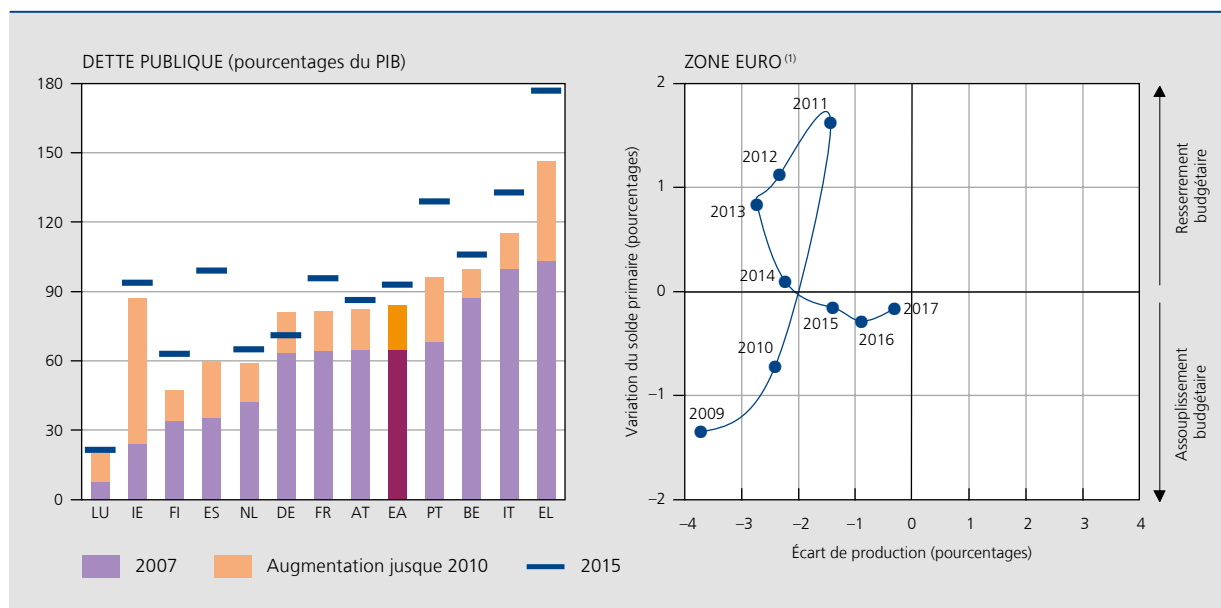
## 2.2 Le retour de l'inflation à 2 % : la politique budgétaire a-t-elle aussi un rôle à jouer ?

À l'instar des administrations publiques, qui peuvent peiner à garantir la soutenabilité de leur dette lorsqu'elles sont en proie à une panique du marché auto-réalisatrice, une banque centrale peut, dans l'éventualité d'un repli déflationniste de l'économie, éprouver des difficultés à imprimer une trajectoire appropriée aux taux réels, lorsque par exemple ses taux directeurs sont proches de leur borne inférieure (comme c'est le cas dans la zone euro)<sup>(2)</sup>. D'autres domaines politiques peuvent alors prendre le relais afin de réaliser l'objectif du défaillant. Cette approche constitue une des pierres angulaires de la théorie monétaire-budgétaire qui reconnaît pleinement le rôle essentiel de la coordination des politiques, mais ce n'est que récemment qu'elle a pris de l'importance dans la vision conventionnelle, du fait justement des situations exceptionnelles. Ainsi, cette dernière vision attribue un rôle plus important à la politique budgétaire dans la résorption de la capacité excédentaire qui subsiste dans l'économie lorsque la politique monétaire se heurte à ses limites. La théorie monétaire-budgétaire aboutit à une vision plus radicale : elle confère à la politique budgétaire un rôle prédominant en vue de garantir que l'inflation suive une évolution stable et prévisible. Avant de s'intéresser de plus près à un éventuel rôle à attribuer à la politique budgétaire dans la résorption des déséquilibres macroéconomiques entre épargne et investissement, l'article expose brièvement les raisons pour lesquelles l'Eurosystème s'est retrouvé quasiment seul dans la zone euro à stimuler la reprise.

(1) Les OMT sont conformes au droit européen et, plus spécialement, ne sont pas en contradiction avec l'interdiction du financement monétaire puisque les achats s'opèrent sur le marché secondaire et non sur le marché primaire, sont soumis à des conditions strictes qui doivent préserver l'incitant poussant les pays à maintenir des finances publiques saines et sont effectués dans le but de sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme. À ce jour, les OMT n'ont d'ailleurs pas encore été activées.

(2) Pour une description des défis auxquels est confrontée la politique monétaire si les taux directeurs sont proches du niveau plancher, cf. notamment l'encadré 1 du Rapport de la Banque nationale de Belgique (BNB, 2015) et l'encadré 1 dans Cordemans *et al.* (2016).

**GRAPHIQUE 6** L'ENDETTEMENT ÉLEVÉ POUSSE À LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE



Source : CE.

(1) Les données pour 2016 et 2017 sont des prévisions.

***Dans la zone euro (depuis 2009 jusqu'à aujourd'hui), la politique monétaire suit une trajectoire expansive globalement constante, tandis que la politique budgétaire est moins stable***

De manière générale, trois phases se dégagent dans la politique budgétaire menée dans l'ensemble de l'Union monétaire (cf. graphique 6) : une phase de relance entre 2009 et 2010, une phase d'assainissement de 2011 à 2013 et plus récemment, une phase qui voit la politique budgétaire suivre une trajectoire plus neutre. À cet égard, l'article examine la variation du solde primaire des administrations publiques corrigé des variations conjoncturelles (la variable apparaît sur l'axe des ordonnées). Ce solde peut être considéré comme une mesure de l'action budgétaire discrétionnaire étant donné qu'il ne tient compte ni des charges d'intérêts sur la dette publique ni de l'incidence des stabilisateurs automatiques.

Durant la première phase de la crise, on a adopté des mesures de politique monétaire mais aussi budgétaire visant à atténuer son incidence. Ainsi, la BCE a commencé par abaisser ses taux directeurs en octobre 2008 avant de se doter d'un arsenal de mesures afin que cette impulsion monétaire se transmette également aux ménages et entreprises, malgré un système financier en pleine tourmente. Plus ou moins simultanément, la Commission européenne (CE) lançait son « plan européen pour la

relance économique » qui a contribué à coordonner les programmes d'impulsion discrétionnaire tant à l'échelon national qu'euro-péen (compte tenu de l'ampleur de la récession, des stabilisateurs automatiques n'auraient à eux seuls pas suffi). La reprise rapide et vigoureuse de l'activité économique amorcée à la fin de 2009 (cf. graphique 1) démontre que ce dosage des politiques a porté ses fruits.

Depuis la fin de 2010, la politique budgétaire est entrée dans une phase de consolidation. D'une part, la panique régnant sur les marchés financiers (cf. section 2.1) a contraint les autorités à réduire leurs dépenses. Des mesures radicales d'assainissement ont ainsi été exigées afin de modérer l'incertitude entourant la soutenabilité de la dette publique et les primes de risque élevées qui en découlent. D'autre part, les règles du PSC exigeaient d'inverser l'impulsion en temps utile de sorte que les autorités budgétaires puissent à nouveau se concentrer sur la préservation de finances publiques saines. On estimait que, de cette manière, celles-ci contribueraient le plus efficacement à garantir la stabilité macroéconomique à plus long terme. La recherche académique<sup>(1)</sup> suggérait par ailleurs que les effets à court terme d'une politique d'assainissement sur l'activité économique ne sont pas forcément négatifs (en d'autres termes, le multiplicateur budgétaire peut aussi être négatif) – à condition qu'elle passe par une adaptation des dépenses publiques et non

(1) Cf. notamment Alesina et Ardagna (2010) et Alesina *et al.* (2012).

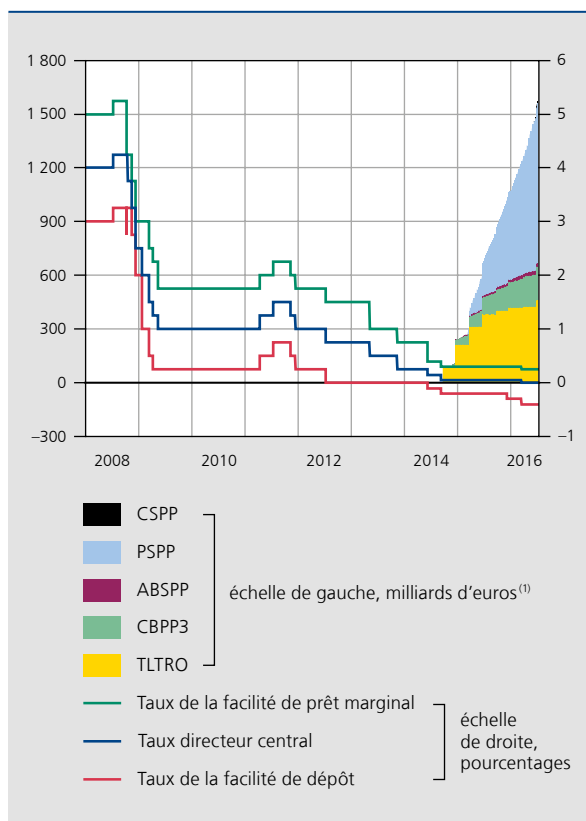
par des mesures fiscales<sup>(1)</sup>. Un cadre de gouvernance budgétaire européenne renforcé<sup>(2)</sup> mettant l'accent sur la discipline budgétaire – a fortiori sur le plan rhétorique – a ainsi fait d'une pierre deux coups : réduire durablement la dette sans peser sur l'activité économique, voire lui être bénéfique.

Toutefois, le graphique 6 montre aussi que la phase d'assainissement de 2011 à 2013 s'est déroulée sur fond d'écart de production négatif. Des études plus récentes, théoriques comme empiriques<sup>(3)</sup>, suggèrent qu'en période de récession profonde, lorsque la capacité de production est sous-utilisée et que la politique monétaire compense plus difficilement les nouveaux chocs macroéconomiques négatifs, une contraction budgétaire plomberait davantage la croissance économique qu'en temps normal et donc certainement davantage que dans une optique d'« assainissement expansif ». À l'inverse, un multiplicateur positif plus élevé implique également qu'une impulsion discrétionnaire des autorités peut s'avérer bien plus puissante en temps de crise qu'en temps normal (cf. plus loin). De plus en plus de voix s'élèvent donc en faveur d'une expansion budgétaire. Le discours modifié notamment du FMI, qui permet actuellement plus de nuances, s'inscrit dans ce cadre.

À l'échelon de la zone euro, il ne s'agit toutefois pas encore d'une politique budgétaire expansionniste à proprement parler. La trajectoire budgétaire est néanmoins devenue plus neutre depuis 2014 (et on s'attend à ce qu'elle le reste) compte tenu de l'important repli des tensions financières et, dans bien des cas, des efforts budgétaires considérables déjà fournis. De la fin de 2010 à 2015, la politique monétaire a été quasiment le seul instrument utilisé pour stimuler la reprise. Tout d'abord, l'Eurosystème a renforcé sa politique d'assouplissement en abaissant à nouveau ses taux directeurs à court terme et en mettant en œuvre des mesures bilanciées visant à transmettre uniformément cette impulsion au reste de l'économie. À la fin de 2014, les taux directeurs s'approchaient toutefois de leur limite inférieure, ce qui signifiait que la politique monétaire conventionnelle commençait à montrer ses limites. Sur fond de prévisions de faible inflation persistante et d'une dynamique de croissance modérée, la BCE a toutefois dû se résoudre à fournir des impulsions supplémentaires et a ainsi mis en œuvre son arsenal de mesures bilanciées non conventionnelles (cf. graphique 7)<sup>(4)</sup>.

L'Eurosystème a en effet lancé ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTROs) en 2014, ce qui a permis aux banques de se financer à long terme à un prix avantageux, à condition toutefois que ces dernières répercutent la mesure dans leur offre de crédit au secteur privé. De plus, l'Eurosystème a débuté les achats d'actifs : titres adossés à

GRAPHIQUE 7 IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Le programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) a débuté en octobre 2014, le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), en novembre 2014, le programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) en mars 2015 et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) en juin 2016. La première série de TLTRO a été amorcée en septembre 2014 et la deuxième en juin 2016. Le graphique reflète la somme des deux.

des actifs, obligations sécurisées de banques, obligations souveraines et, encore récemment, obligations du secteur privé non financier. Ce faisant, la politique monétaire s'est efforcée de faire pression sur l'ensemble du spectre des taux d'intérêts plutôt que de piloter les seuls taux d'intérêt à court terme. Si elles atteignent les ménages et entreprises, ces conditions de financement plus favorables sont de nature à stimuler la consommation et les investissements et ainsi à ramener l'inflation à un niveau proche de 2 %<sup>(5)</sup>.

(1) Plusieurs mécanismes peuvent expliquer l'effet stimulant d'une consolidation budgétaire. Ainsi, des dépenses publiques plus faibles impliquent des impôts moins élevés à l'avenir, les ménages évalueront ainsi leurs revenus permanents à un niveau plus élevé et augmenteraient leur consommation. Des autorités aux finances plus saines inspirent également davantage confiance, ce qui devrait stimuler la consommation et l'investissement.

(2) Cf. notamment Melyn *et al.* (2015).

(3) Pour des études théoriques, cf. notamment Christiano *et al.* (2011), Woodford (2011) et Eggertsson et Krugman (2012). Pour des recherches empiriques, cf. notamment Blanchard et Leigh (2013) et Auerbach et Gorodnichenko (2012).

(4) Pour plus d'explications au sujet des mesures bilanciées non conventionnelles, cf. le commentaire sur la politique monétaire dans la zone euro dans le Rapport annuel de la Banque nationale (BNB (2015) et BNB (2016)).

(5) Pour plus d'informations au sujet des différences de fonctionnement de l'instrument traditionnel de politique monétaire, à savoir le taux directeur, et les nouvelles mesures bilanciées, cf. Cordemans *et al.* (2016).

Avec l'introduction de ces mesures non conventionnelles, la banque centrale montre que sa bonne volonté n'est pas éprouvée et que son arsenal d'instruments visant à stimuler le redressement économique n'est pas encore épuisé. Toutefois, dans la mesure où ces instruments sont nouveaux et n'ont donc pas encore été mis à l'essai, il est plus difficile d'en évaluer l'effet. Ils peuvent accentuer l'incertitude des agents économiques, défavorable en l'espèce à la croissance économique, si bien qu'il n'est pas exclu que ces mesures s'avèrent moins efficaces qu'une politique traditionnelle. Par ailleurs, ces mesures bilanciées peuvent s'accompagner d'effets d'aubaine, raison pour laquelle elles sont justement qualifiées de mesures non conventionnelles. Avec un niveau d'inflation inférieur aux objectifs depuis plusieurs années (cf. graphique 2) et un écart de production négatif depuis déjà sept ans (cf. graphique 6), des mesures supplémentaires de soutien à la demande issues d'autres domaines sont également bienvenues. Ainsi, depuis la fin de 2013, la déclaration introductive donnée à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs traitant de la politique monétaire insiste non seulement sur l'importance de la consolidation budgétaire, mais aussi sur sa composition, qui doit être propice à la croissance. Dans des déclarations plus récentes, le Conseil des gouverneurs affirme que la politique budgétaire doit soutenir la reprise économique, notamment lorsqu'on dispose d'une marge budgétaire.

### ***Que dit la théorie économique au sujet d'une politique budgétaire dotée d'un rôle de stabilisation accru ?***

Si la vision conventionnelle n'attribuait pas de rôle substantiel à la politique budgétaire discrétionnaire en matière de stabilisation macroéconomique avant la crise, cette dernière a bousculé cet état de fait. C'est essentiellement dans des situations extrêmes qu'une certaine forme de politique budgétaire discrétionnaire peut être bénéfique pour soutenir la demande agrégée. Comme évoqué ci-dessus, en période de profonde récession, une impulsion budgétaire peut en effet entraîner un effet plus positif sur l'activité économique. Les études insistent en particulier sur le fait que, lorsque la politique monétaire atteint ses limites, le multiplicateur budgétaire à court terme peut afficher un niveau plus élevé qu'en temps normal. Les constatations récentes viennent ainsi étayer les réflexions relatives à l'importance d'une expansion budgétaire quand la banque centrale a épuisé ses moyens d'action.

Un modèle stylisé (donc simplifié) et calibré (donc fondé sur des paramètres choisis, qui ne sont donc pas estimés mais sont néanmoins plausibles) élaboré par Erceg et Lindé (2014) permet ici de montrer l'incidence variable d'une impulsion des pouvoirs publics (en particulier l'augmentation

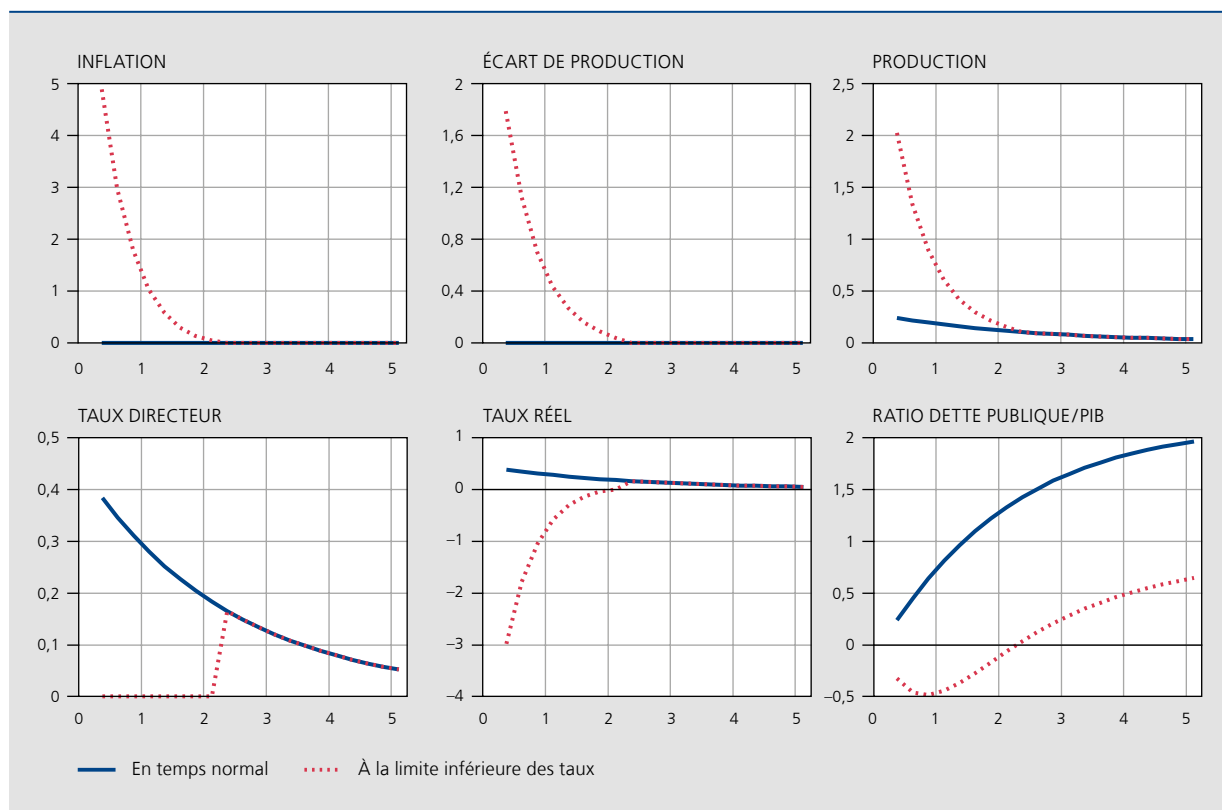
temporaire des dépenses publiques de 1 % du PIB en valeur). Il convient de constater que, dans ce modèle, la soutenabilité des finances publiques constitue une donnée: les acteurs économiques s'attendent à ce qu'après l'incitant budgétaire, les pouvoirs publics renouent avec des soldes publics qui garantissent la soutenabilité de la dette à plus long terme. Le modèle s'inscrit donc dans la vision conventionnelle, la politique budgétaire étant « passive ». On remarquera également que les simulations par modèle servent avant tout à expliquer les différences qualitatives de l'ampleur du multiplicateur budgétaire en fonction des différents scénarios et non à évaluer celui-ci avec précision.

En temps normal (cf. ligne bleue dans le graphique 8), la banque centrale contre l'effet inflationniste d'une expansion budgétaire en remontant ses taux directeurs, ce qui lui permet de stabiliser l'inflation et l'écart de production. Comme le premier reste inchangé, un taux nominal plus élevé entraîne un taux réel plus élevé, ce qui freine la demande privée et aboutit à un multiplicateur inférieur à 1. On obtient ici spécifiquement un multiplicateur d'incidence de 0,2 (cf. volet supérieur droit). Un choc négatif de la demande qui pèse tellement négativement sur l'activité économique et l'inflation qu'il comprime le taux directeur vers sa limite inférieure (ou *lower bound*), modifie cependant radicalement l'incidence d'une expansion budgétaire. Dans la simulation, la récession empêche la banque centrale de relever son taux nominal durant deux années<sup>(1)</sup>. L'effet inflationniste de l'impulsion budgétaire comprime dans ce scénario le taux réel, ce qui stimule la consommation privée et les investissements et aboutit donc à un multiplicateur budgétaire supérieur à 1 (ici, ce dernier s'élève à 2 à l'incidence, cf. volet supérieur droit). Plus la banque centrale demeure limitée par le *lower bound* (donc plus la récession est profonde), plus la réponse inflationniste et, partant, le multiplicateur, seront grands. Des modèles plus complexes qui tiennent notamment compte des ménages et/ou des entreprises en butte à des restrictions de liquidités ou de crédit, donnent des multiplicateurs encore plus élevés.

Un multiplicateur plus élevé en période défavorable signifie également qu'une expansion budgétaire ne fera pas nécessairement augmenter la dette publique, au contraire (cf. volet inférieur droit). En effet, par rapport à une période normale, une impulsion du même ordre devrait en temps de crise générer des recettes fiscales plus élevées, l'allègement des charges d'intérêts devrait comprimer les dépenses publiques et l'effet positif sur le PIB devrait réduire le ratio dette/PIB. Bien qu'elle ne soit pas prise en compte dans ce modèle, une expansion budgétaire peut également bénéficier à la stabilité financière, du moins

(1) L'expansion budgétaire considérée dans cette simulation n'influence en rien cette durée.

GRAPHIQUE 8 INCIDENCE SUR CINQ ANS D'UNE AUGMENTATION TEMPORAIRE DES DÉPENSES PUBLIQUES



Source : Erceg et Lindé (2014).

lorsqu'elle ne mine pas la confiance dans la viabilité des finances publiques. En effet, si l'expansion budgétaire est large, elle peut abrégé la période où la banque centrale voit son champ d'action limité par l'environnement de taux plancher et donc hâter la sortie de l'environnement de taux faibles<sup>(1)</sup>.

En fait, le modèle d'Erceg et Lindé (2014) est un modèle qui incarne la vision communément admise : la banque centrale veille activement à la stabilité des prix (et, partant, à la stabilité macroéconomique au sens large), tandis que la politique budgétaire (discrétionnaire) contrôle le ratio d'endettement de manière passive. Récemment, la vision conventionnelle a ainsi admis que, dans des circonstances exceptionnelles – comme un environnement de taux plancher –, la politique budgétaire peut également être mise à contribution pour préserver la stabilité macroéconomique sans perdre de vue pour autant l'objectif d'assurer la viabilité des finances publiques. La théorie monétaire-budgétaire, où cette distribution des rôles n'est en principe pas figée, souligne dès le départ le rôle même prépondérant de la politique budgétaire en matière de stabilisation dans un environnement de

taux plancher. Le mécanisme est toutefois différent : au lieu de donner une impulsion budgétaire discrétionnaire qu'on s'attend à voir annuler dans le futur, on attribue ici un rôle plus radical à la politique budgétaire. Elle devrait ainsi donner une impulsion de grande envergure visant explicitement à garantir la stabilité des prix (Sims, 2016).

Dans un scénario de taux plancher, cette théorie estime que l'association conventionnelle d'une politique monétaire active et d'une politique budgétaire passive est irréaliste. En effet, la politique monétaire risque de facto de devenir passive (soit la banque centrale ne peut pas descendre son taux directeur plus bas, soit, dans une situation de liquidité abondante, l'apport de  $M$  supplémentaire n'a plus d'effet sur le niveau des prix dans l'équation 1, cf. graphique 3) et de ne plus être en mesure de garantir la stabilité des prix<sup>(2)</sup>. De même, si l'autorité budgétaire est perçue comme passive, l'économie peut s'engager

(1) Pour un aperçu des risques pour la stabilité financière inhérents à l'environnement de taux faibles, cf. notamment Boeckx *et al.* (2015).

(2) Il convient de remarquer que la théorie monétaire-budgétaire ne tient pas compte des mesures de politique monétaire non conventionnelles qui permettent à la banque centrale de continuer à piloter le taux à long terme et continue à fournir des impulsions supplémentaires à l'économie.



sur un terrain instable, puisqu'une telle combinaison de politiques passives aura du mal à enrayer une spirale déflationniste (pouvant résulter de plusieurs causes). Le caractère passif de l'autorité budgétaire implique notamment qu'une progression de l'endettement réel (étant donné que le niveau des prix chute) doit s'accompagner d'excédents primaires croissants (l'équation 2 demeure ainsi à l'équilibre, cf. graphique 3). Sims (1999) argue que, dans une telle dépression déflationniste – où les ratios de la dette publique ont indubitablement aussi affiché une forte hausse –, une interprétation stricte des règles d'origine du PSC imposerait précisément une telle politique budgétaire passive. En revanche, lorsque la politique monétaire n'est plus en mesure de garantir suffisamment activement la stabilité des prix, la théorie monétaire-budgétaire appelle justement un changement de régime crédible en faveur d'une politique budgétaire active : les pouvoirs publics doivent réduire les excédents primaires sans pour autant que cela n'entrave une consolidation totale à l'avenir. Si le secteur privé y adhère, cette mesure devrait mettre un terme à la tendance déflationniste tandis que le niveau plus élevé des prix devrait contribuer à stabiliser l'endettement réel.

Il semble que les impulsions budgétaires discrétionnaires ont bel et bien un rôle digne de ce nom à jouer dans un environnement de taux plancher. Il convient toutefois de faire preuve de nuance et de prudence en la matière.

### Quelques nuances

Tout d'abord, la crise n'a pas tranché le débat au sujet de l'ampleur (plutôt faible en temps normal) et, dans une moindre mesure, du signe (d'ordinaire positif) du multiplicateur budgétaire à court terme. On recense à ce sujet de nombreux facteurs d'influence – notamment l'orientation de la politique monétaire, mais aussi par exemple la position cyclique de l'économie dans laquelle on se situe, la composition et la durée des mesures budgétaires ainsi que l'endettement initial<sup>(1)</sup>. Les pays affichant un taux d'endettement élevé peuvent ainsi présenter un multiplicateur plus faible, voire négatif. Dans la plupart des pays de la zone euro, les autorités font encore face à un exercice d'équilibre délicat, oscillant entre préserver la solvabilité, d'une part, et la stabilité macroéconomique, d'autre part. Si la marge de manœuvre budgétaire est limitée, il convient surtout d'adopter des mesures raisonnables. Une modification du budget de l'État, propice à la croissance mais neutre pour le budget, pourrait dès lors, du côté des dépenses, passer notamment par un report

des dépenses non productives vers des investissements publics. Généralement, le multiplicateur de ces derniers est élevé, et peut en outre encore augmenter dans un environnement caractérisé par un taux faible et une sous-utilisation des capacités de production.

Ensuite, la théorie monétaire-budgétaire souligne que prendre uniquement des mesures d'expansion budgétaire n'est en soi pas nécessairement stimulant. Les anticipations (et par conséquent également la communication des pouvoirs publics) concernant leurs futurs soldes primaires sont tout aussi cruciales pour qu'une intervention budgétaire ait l'effet voulu. Si les responsables politiques visent à ce qu'un accroissement de la dette pousse les prix à la hausse, il leur faut mettre en place une communication crédible assurant qu'il n'y aura pas de consolidation future en contrepartie de l'expansion budgétaire visée et que la politique monétaire tolérera l'accélération subséquente de l'inflation en direction de son niveau cible (accélération qui contribue à son tour à stabiliser le taux d'endettement).

Un exemple tiré du monde des marchés boursiers illustre le rôle crucial de la communication en vue de déterminer le résultat d'une action (cf. Cochrane 2011 et 2014). Si une entreprise souhaite comprimer le cours de ses actions pour en accroître la négociabilité, elle annonce un fractionnement de celles-ci. Ce faisant, le nombre d'actions augmente sans altérer les flux de revenus attendus ou prévus par l'entreprise. Dans le cas d'espèce, l'entreprise fait preuve d'une grande transparence en matière de communication vis-à-vis des intervenants de marché et le prix des actions va donc d'une manière parfaitement prévisible reculer. Dans les termes de la seconde équation et en matière de politique budgétaire (cf. graphique 3), le membre de droite reste inchangé (pas de consolidation budgétaire future annoncée), si bien qu'une progression de la dette nominale fait grimper les prix tandis que la valeur réelle de la dette publique, comme lors d'une fragmentation des actions, reste identique. Si toutefois une entreprise souhaite dégager des ressources réelles au moyen de l'émission de nouvelles actions, elle s'efforce alors d'éviter une chute du prix de ses actions, qui impliquerait une dilution pour les actionnaires existants. À cette fin, elle s'ingénie à procéder à une émission pour un montant équivalent aux recettes attendues sur l'apport de nouveau capital. Cette fois encore, elle s'évertue à mettre en place une communication adaptée pour convaincre les investisseurs. Dans les termes de la seconde équation et en matière de politique budgétaire, le membre de droite augmente donc à mesure que s'accroît la dette publique. Là encore, les prix restent inchangés. La théorie monétaire-budgétaire, fût-elle simplifiée à outrance, prescrit aux pouvoirs publics de procéder à une « fragmentation des dettes publiques », plutôt qu'à une « émission de dette publique » lorsque

(1) Pour un aperçu de l'incidence de divers instruments budgétaires, cf. entre autres Nautet *et al.* (2014) et Checherita-Westphal *et al.* (2015).

la banque centrale n'est plus en mesure de mener pleinement une politique monétaire active risquant ainsi de compromettre la stabilité des prix.

Enfin, la théorie monétaire-budgétaire avertit des dangers liés à une inflation budgétaire excessive. Celle-ci peut survenir de manière soudaine en raison d'une simple révision à la baisse des attentes en matière d'excédents primaires et donc sans que des déficits publics supplémentaires n'aient été encore réalisés. Si, dans le contexte actuel, une augmentation de l'inflation est bénéfique, l'expérience négative liée à la monétisation de la dette nous apprend qu'un excès s'avère néfaste. Cochrane (2014) postule donc également qu'une communication claire de la part des pouvoirs publics (idéalement en concertation avec la banque centrale) au sujet de l'évolution des soldes budgétaires revêt une importance capitale pour orienter de manière adéquate les attentes du marché afin que la politique budgétaire exerce l'influence souhaitée sur l'activité économique et l'inflation. En pratique, cela nécessiterait toutefois une profonde adaptation du cadre institutionnel. Dans la zone euro, une telle coordination ne va certainement pas de soi, puisque la politique monétaire, déterminée au niveau de la zone euro, doit tenir compte de 19 autorités budgétaires nationales et non d'une seule autorité budgétaire fédérale. La section suivante examine la manière dont la structure institutionnelle de la zone euro influence le dosage des politiques actuel et les pistes de changement actuellement envisagées.

### 2.3 Le cadre institutionnel européen et un dosage des politiques optimal

La théorie monétaire-budgétaire postule que la stabilité des prix (et par conséquent aussi la stabilité macroéconomique) requiert toujours une coordination – à tout le moins implicite – entre les autorités monétaires et les autorités budgétaires. Le cadre institutionnel européen n'a pas mis de côté cette règle mais ne l'a pas non plus mise en œuvre de manière optimale. Ce cadre était en effet uniquement élaboré en vue de prévenir une inflation trop élevée; il n'était pas préparé, pas plus que la vision conventionnelle, à un scénario d'inflation trop basse et de taux plancher. On examine dans les paragraphes suivants la manière dont quelques caractéristiques du cadre de gouvernance budgétaire interagissent avec la politique monétaire: l'attention prédominante visant à assurer des situations budgétaires soutenables plutôt que la stabilisation macroéconomique (du moins en théorie) et une perception d'asymétrie et l'accent toujours purement national, si bien qu'il est difficile de mettre en œuvre une trajectoire adaptée de la politique budgétaire (« fiscal stance ») pour la zone euro.

### *Accent sur des finances publiques durables*

Lorsque la banque centrale craint une inflation trop élevée, des règles budgétaires contraignantes doivent garantir un comportement adéquat des pouvoirs publics nationaux. Comme il a déjà été exposé, la théorie monétaire-budgétaire attire toutefois l'attention sur le fait que ces règles n'induisent pas nécessairement une réaction souhaitée lorsqu'une inflation trop faible devient une préoccupation et que la politique monétaire approche de ses limites. Il est dès lors encourageant de constater que le PSC voit un rôle dévolu à la politique budgétaire dans le soutien de l'économie, fût-ce à la stricte condition que cela ne mette pas en danger les finances publiques.

D'une part, les pays présentant une marge de manœuvre budgétaire ne se voient pas imposer de restrictions dans leur politique de relance et d'autre part, les règles concernant les pays n'affichant pas ou peu de marge de manœuvre budgétaire offrent aussi un peu de flexibilité. Ainsi, la valeur de référence pour le déficit public est applicable au solde de financement et pas au solde primaire. Dans un environnement de faibles taux d'intérêt dans lequel les pouvoirs publics voient leurs charges d'intérêts se réduire, cela signifie aussi que les pouvoirs publics disposent de davantage de marge de relance avant de dépasser cette valeur de référence. Il s'agit d'une règle conforme à la théorie monétaire-budgétaire qui suggère en effet de consacrer à des excédents primaires moins élevés la marge libérée par les charges d'intérêts plus faibles. De plus, la réforme du PSC de 2005 a introduit le concept d'objectif à moyen terme (OMT). C'est en termes structurels – donc à l'exception des effets cycliques et des facteurs uniques – que des adaptations au solde en vue de cet objectif sont demandées. Ainsi, l'évolution vers un taux d'endettement public durable est garantie et un certain soutien de la demande est en même temps possible puisqu'on peut faire jouer librement les stabilisateurs automatiques et que cela exige dès lors moins d'efforts dans des périodes difficiles. Dans la mesure où le solde structurel comprend aussi les charges d'intérêts, il est dans ce cas également toléré que des charges d'intérêts inférieures appellent des objectifs moins ambitieux en matière de solde primaire. Plus récemment, la réforme de 2011 prévoit une clause plus générale de non-respect des exigences d'ajustement budgétaire. Les pays peuvent invoquer cette clause lorsqu'un événement inhabituel hors de leur contrôle affecte l'économie. De plus, en 2015, l'application des règles budgétaires a été assouplie pour les pays relevant du volet préventif du PSC. D'après la position dans le cycle économique, une matrice indique ainsi que, dans des périodes difficiles, moins d'efforts sont nécessaires sans enfreindre les règles. Dans le volet correctif du PSC, les pays peuvent par ailleurs demander à reporter le délai dans lequel ils doivent se défaire de leur déficit budgétaire excessif.

La possibilité élargie depuis la crise de prendre en compte des considérations de stabilité renforce toutefois aussi le risque que des États membres sans marge de manœuvre budgétaire soient quand même autorisés à dépenser davantage tandis que des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire ne soutiennent pas la demande agrégée. La question se pose donc non seulement de savoir si l'équilibre visé par le PSC entre la soutenabilité de la dette à long terme et la stabilisation à court terme est (encore) miné dans la pratique, mais aussi si les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent être incités à la mettre à profit afin de donner une orientation plus expansionniste à la trajectoire budgétaire de la zone euro dans son ensemble. Ce dernier argument est examiné ci-après.

### Asymétrie et accent national

Même si le PSC a été réformé depuis la crise, il reste caractérisé par une certaine asymétrie – pour les pays qui dépassent les objectifs, il y a en effet non seulement pas de limite à la stimulation, mais pas plus non plus d'incitations à cet effet – et un accent strictement national – si bien que la politique budgétaire pour l'Union monétaire dans son ensemble est

simplement une somme des États membres individuels et n'est donc pas pilotée de façon directe. En conséquence, certains effets d'entraînement positifs entre les pays et les domaines de politique ne se produisent pas. La BCE (2016) indique d'ailleurs que ces deux caractéristiques du PSC ne conduisent pas nécessairement à des résultats optimaux.

Prenons par exemple les assainissements auxquels presque chaque pays de la zone euro a procédé depuis la fin de 2010 (cf. graphique 9). Même si elle était éventuellement justifiée dans une perspective nationale, la mise en œuvre simultanée des mesures d'économies a ralenti la reprise économique<sup>(1)</sup>. Avec la politique budgétaire qui a été plus restrictive, il est revenu à la BCE de compenser ces chocs afin que la reprise puisse se poursuivre.

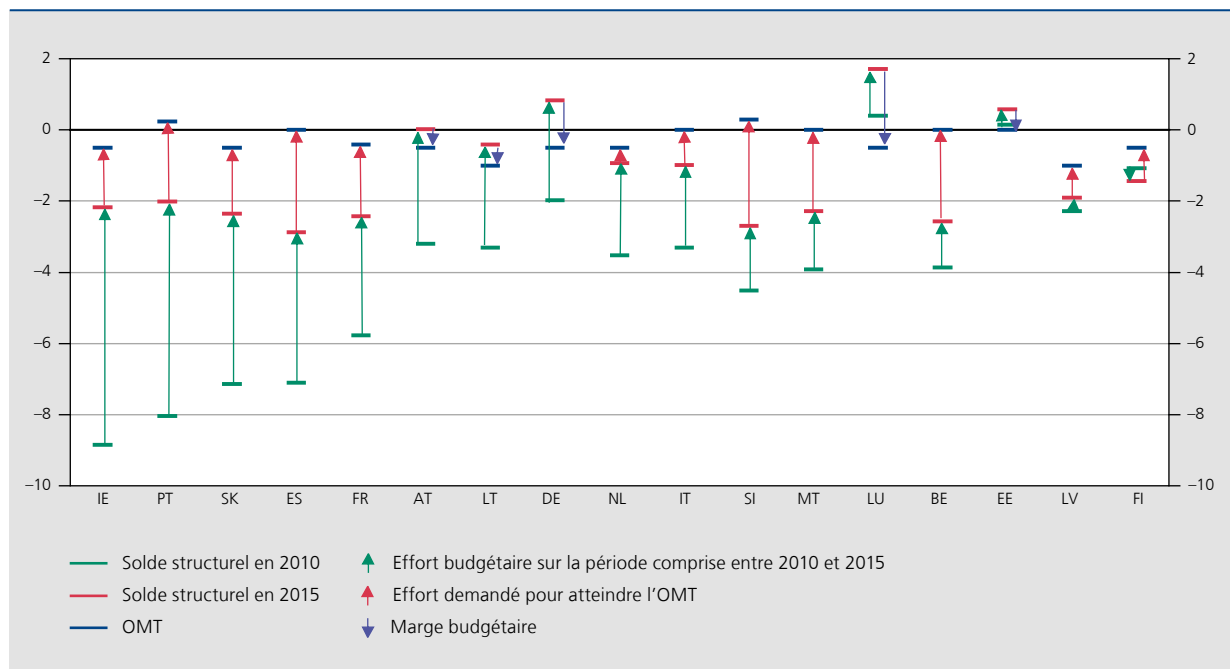
L'orientation budgétaire plus neutre pour la zone euro depuis 2014 semble adaptée mais sa composition n'en est pas optimale pour autant (comme il a été indiqué à plusieurs reprises par l'Eurogroupe<sup>(2)</sup>). Les pays disposant de

(1) Une étude d'in't Veld (2013) indique ainsi les importants effets d'entraînement négatifs que la mise en œuvre simultanée des programmes de consolidation a entraînés dans les pays de la zone euro.

(2) Cf. par exemple la déclaration de l'Eurogroupe concernant les projets de plans budgétaires pour 2016, le 23 novembre 2015.

GRAPHIQUE 9 RÈGLES BUDGÉTAIRES ASYMÉTRIQUES

Soldes structurels et OMT<sup>(1)</sup> (en pourcentage du PIB potentiel)



Source : CE.

(1) Les pays sont classés selon l'ampleur de l'amélioration budgétaire constatée durant la période 2010-2015. La Grèce et Chypre ne sont pas reprises parce que la première est encore soumise à un programme d'ajustement et que la deuxième a clôturé récemment un tel programme. Les OMT sont les nouveaux OMT tels que fixés dans l'appréciation des programmes de stabilité de 2016 et approuvés par la CE.

quelque marge de manœuvre budgétaire ne l'appliquent pas et n'y sont pas contraints non plus (concept d'asymétrie), tandis que les pays n'ayant pas de marge de manœuvre budgétaire ne respectent pas toujours les règles du PSC. Une meilleure coordination entre les pays semble donc souhaitable, puisqu'un stimulus budgétaire dans le premier groupe faciliterait la suppression des déséquilibres macroéconomiques et budgétaires dans les autres États membres et créerait les conditions pour renouer avec la stabilité des prix.

Ainsi Blanchard *et al.* (2016) montrent que, dans un contexte de taux plancher, un accroissement des dépenses publiques dans les pays de la zone euro disposant de plus de marge de manœuvre budgétaire exerce un effet positif sur leur production et sur l'inflation, de même que sur celles des pays qui ont été plus sévèrement touchés par la crise. Concrètement, un stimulus dans les pays du cœur de la zone euro à hauteur de 1 % du PIB de l'Union monétaire y ferait augmenter la production de près de 3 % et d'un peu plus de 1 % pour ce qui est des pays plus vulnérables. En effet, en raison du taux plancher, le stimulus budgétaire fait diminuer le taux d'intérêt réel dans les deux régions. De plus, l'activité économique dans les pays vulnérables est soutenue par des exportations nettes plus vigoureuses en conséquence de la détérioration des termes de l'échange et de la demande intérieure accrue dans les pays plus solides. Arce *et al.* (2015) estiment également que dans un contexte de taux plancher, une augmentation temporaire des dépenses publiques dans les États membres plus solides exerce des effets d'entraînement positifs substantiels sur les pays vulnérables. De plus, si la politique monétaire complète ce stimulus budgétaire par une politique d'orientations prospectives (*forward guidance*) – la banque centrale annonce en d'autres termes qu'elle va relever son taux directeur un peu plus tard que ce que prescrivent les règles de politique standard –, l'effet positif déjà exercé par les mesures nationales est ainsi renforcé.

Même si les effets d'entraînement décrits ci-dessus, notamment via les relations commerciales, sont limités, un stimulus budgétaire émet en soi un signal positif au niveau agrégé. Il indique en effet que la zone euro est en mesure d'engager tous les domaines de politique pour garantir la stabilité macroéconomique et est disposée à le faire.

L'orientation budgétaire de l'Union monétaire dans son ensemble et sa composition, ainsi que l'interaction avec d'autres domaines de politique requièrent donc plus d'attention. La création d'un Comité budgétaire européen, tel qu'exposé dans le Rapport des cinq présidents (CE, 2015), constitue une première étape dans cette direction. À l'origine, on prévoit pour le Comité un rôle consultatif de

la CE sur le caractère adéquat de l'orientation budgétaire dans les États membres ainsi que dans l'Union monétaire. Cela permettrait ainsi de mieux faire coïncider la politique budgétaire agrégée avec la politique monétaire définie par la BCE pour la zone euro et de mieux répartir les efforts budgétaires entre les pays. Les ambitions du Rapport des cinq présidents vont toutefois plus loin et proposent à plus long terme la création d'un Trésor pour la zone euro et une fonction de stabilisation macroéconomique centrale. La création de ces instruments de politique budgétaire centrale devrait ainsi permettre de mieux absorber les chocs idiosyncratiques ainsi que d'orienter adéquatement la trajectoire budgétaire agrégée. Cela doit contribuer à mettre en œuvre, à la lumière d'une analyse intégrale de la politique monétaire et budgétaire, un dosage de politiques macroéconomiques plus efficace.

## Conclusion

La crise a mis en évidence les nombreuses interactions entre politique monétaire et politique budgétaire. Après que l'Eurosystème eut déjà annoncé en 2012, à la suite de la crise de la dette souveraine, qu'il était disposé à procéder à des interventions ciblées sur les marchés obligataires souverains afin de garantir l'irréversibilité de l'euro, il a par exemple mis sur pied un programme d'achats de titres publics à grande échelle, en réaction à la faiblesse de l'inflation. Le rôle attribué à la politique budgétaire dans l'absorption de la capacité excédentaire de l'économie et donc aussi dans le retour de l'inflation vers 2 % est un autre exemple d'interactions entre les deux domaines de politique, en principe indépendants. Si, après la crise de la dette souveraine, l'accent était surtout mis sur la réduction des déficits budgétaires, la question se pose aujourd'hui aussi de savoir comment une orientation budgétaire appropriée pour l'Union monétaire dans son ensemble peut contribuer à une reprise plus rapide et à une inflation qui corresponde de nouveau à l'objectif de la banque centrale.

En combinant certaines visions de la littérature académique avec l'expérience acquise dans la zone euro au cours des années de crise, le présent article vise à donner un aperçu – fût-il non exhaustif – de la manière dont la politique monétaire et la politique budgétaire déterminent ensemble l'évolution des agrégats macroéconomiques importants.

Selon la vision conventionnelle, la stabilité des prix doit être garantie par la politique monétaire, qui dispose de tous les instruments à cet effet. La politique budgétaire y contribue en garantissant la viabilité des finances publiques. Les deux domaines de politique ne visent cependant chacun que

leur propre objectif : ils ne sont pas en mesure ni autorisés à s'aider mutuellement. Cette vision a aussi été traduite dans le cadre institutionnel européen original qui affiche comme éléments-clés une banque centrale indépendante, une interdiction formelle du financement monétaire et des règles budgétaires strictes axées sur la prévention du dérapage des finances publiques

Dans la littérature, cette vision conventionnelle ne représente toutefois qu'une des possibles constellations de politiques relatives à la « fiscal theory of the price level » (que nous désignons dans cet article par le terme plus universel de « théorie monétaire-budgétaire »). Cette théorie permet en effet un plus large éventail de comportements tant pour la politique budgétaire que pour la politique monétaire. C'est pourquoi elle plaide pour une analyse commune des deux domaines de politique. Une telle analyse intégrale n'existant pour ainsi dire pas dans la vision conventionnelle ni dans l'architecture institutionnelle de l'Union monétaire, la crise les a mises toutes deux à l'épreuve : en effet, durant cette dernière, la banque

centrale a vu sa marge de manœuvre en vue de poursuivre la baisse des taux se réduire et les pouvoirs publics ont vu les problèmes de liquidité se muer en problèmes de solvabilité. La politique monétaire et la politique budgétaire se sont avérées indépendantes mais aussi davantage liées : une approche plus holistique a permis à de nouvelles visions d'éclorre.

Certes, des progrès ont déjà été accomplis grâce à différentes initiatives de politique – les OMT ont par exemple été approuvées et le nouveau Comité budgétaire européen doit contribuer à développer une orientation budgétaire appropriée pour les États individuels mais aussi pour l'Union monétaire, si bien que la politique budgétaire puisse être compatible avec l'orientation de la politique monétaire. Mais l'UEM tirerait avantage de nouvelles évolutions dans le sens d'une union budgétaire telle qu'exposée dans le Rapport des cinq présidents. Une analyse intégrale des politiques monétaire et budgétaire peut contribuer à traduire efficacement dans des mesures concrètes les propositions qui y sont développées

## Bibliographie

Alesina A. et S. Ardagna (2010), « Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending », in *Tax Policy and the Economy*, NBER, 24, 35-68.

Alesina A., C. Favero et F. Giavazzi (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, NBER Working Paper 18336.

Arce O., S. Hurtado et C. Thomas (2015), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, Banco de España, Working Paper 1540.

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « Piloter le taux d'intérêt ou la base monétaire: incidence sur le bilan d'une banque centrale », BNB, *Revue économique*, décembre, 17-27.

Auerbach A. et Y. Gorodnichenko (2012), « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal – Economic Policy*, 4, 1-27.

Baldwin R. et F. Giavazzi (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU eBook.

BCE (2016), « L'orientation budgétaire de la zone euro », Bulletin économique, numéro 4, 75-96.

Bernanke B. S. (2004), *The great moderation*, Speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

Blanchard O. et J. Galí (2007), « Real wage rigidities and the New Keynesian Model », *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking macroeconomic policy », *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.

Blanchard O. et D. Leigh (2013), « Growth forecast errors and fiscal multipliers », American Economic Association, *American Economic Review*, 103(3), 117-120.

Blanchard O., C. J. Erceg et J. Lindé (2016), *Jump-starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER Macroeconomics Annual 2016, 31.

BNB (2015), *Rapport 2014*.

BNB (2016), *Rapport 2015*.

Boeckx J., P. Ilbas, M. Kasongo Kashama, M. de Sola Perea et C. Van Nieuwenhuyze (2015), « Interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-29.

Checherita-Westphal C., P. Hernández de Cos et T. Warmedinger (2015), *Fiscal multipliers and beyond*, ECB, Occasional Paper Series 162.

Christiano L. J., M. Eichenbaum et C. Evans (2011), « When is the government spending multiplier large? », *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.

Cochrane J. H. (2011), « Understanding policy in the Great Recession: Some unpleasant fiscal arithmetic », *European Economic Review*, 55, 2-30.

Cochrane J. H. (2014), « Monetary policy with interest on reserves », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 49 (C), 74-108.



Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama et A. Stevens (2016), « L'abc de l'assouplissement quantitatif, ou le b.a.-ba des achats d'actifs par les banques centrales », BNB, *Revue économique*, juin, 33-47.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the EA*, Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

EC (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by J.-C. Juncker.

Eggertsson G.B. et P. Krugman (2012), « Debt deleveraging, and the liquidity trap. A Fischer-Minsky-Koo approach », *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.

Erceg C. J. et J. Lindé (2014), « Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap? », *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73-107.

in' -t Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core*, EC, Economic Papers 506.

Leeper E. M. (1991), « Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-47.

Leeper E. M. (2016a), *Real theory of the price level*,  
[https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file\\_uploads/Leeper\\_Background\\_3%20copy.pdf](https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file_uploads/Leeper_Background_3%20copy.pdf).

Leeper E. M. (2016b), *Rethinking the central bank's mandate (and other things)*, Presentation at the Riksbank's conference on Rethinking the central bank's mandate, Stockholm, 3-4 June.

Loyo E. (1999), *Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation*, Harvard University.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2015), « Le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques : explication et évaluation », BNB, *Revue économique*, septembre, 81-109.

Mersch Y. (2016), *Monetary policy in the euro area: Scope, principles and limits*, Keynote speech at the Natixis Meeting of Chief Economists, Paris, 23 June.

Nautet M, R. Schoonackers, P. Stinglhamber, et L. Van Meensel (2014), « Les dépenses publiques constituent-elles la clé d'un assainissement réussi ? », BNB, *Revue économique*, juin, 31-47.

Praet P. (2015), *Public sector security purchases and monetary dominance in a monetary union without a fiscal union*, Speech at the Conference: The ECB and Its Watchers XVI, Frankfurt am Main, 11 March.

Sargent T. J. et N. Wallace (1981), « Some unpleasant monetarist arithmetic », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Fall.

Sims C.A. (1999), « The precarious fiscal foundations of EMU », DNB, *De Economist*, vol. 147 (4), 415-436.

Sims C.A. (2012), « Gaps in the institutional structure of the euro area », Banque de France, *Financial Stability Review*, 16, 217-222.

Sims C.A. (2016), *Fiscal policy, monetary policy and central bank independence*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 26 August.

Taylor J.B. (1999), *A historical analysis of monetary policy rules*, NBER, Working Paper, 6768.

Woodford M. (2011), « Simple analytics of the government spending multiplier », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1-35.