

Le policy-mix dans un monde de chocs d'offre

Agnès Bénassy-Quéré, sous-gouverneure de la Banque de France

Université de Bordeaux, 3 octobre 2024

Mesdames et Messieurs, Chers étudiants,

Aujourd'hui, je souhaite vous parler du policy-mix dans un monde marqué par les chocs d'offre, un sujet d'une importance croissante dans le contexte économique mondial. Je vais vous partager mes réflexions sur la façon dont les politiques monétaires et budgétaires doivent s'adapter à ce nouvel environnement macroéconomique.

Le policy-mix traditionnel

Commençons par rappeler ce qu'est le policy-mix traditionnel. Imaginez un entonnoir, comme celui décrit par James Tobin (1987). En haut, nous avons la politique monétaire, symbolisée par la lettre M, et la politique budgétaire, représentée par la lettre F. Ces deux politiques alimentent l'entonnoir, qui représente la demande agrégée. Cette demande se déverse dans un récipient en-dessous, dont le niveau d'eau symbolise l'offre. Les éclaboussures représentent la production (Y) et le niveau général des prix (P).

Figure 1. L'entonnoir de James Tobin



Note : F représente la politique budgétaire (F pour Fiscal policy) ; M représente la politique monétaire (M pour Monetary policy) ; Y l'activité ; et P le niveau général des prix.

Source: B.Q., pour Bartsch et al. (2020).

Cette vision traditionnelle du policy-mix met en lumière comment la combinaison des politiques monétaire et budgétaire influence l'activité et les prix à travers son impact sur la demande agrégée. Toutefois, ces deux politiques « de demande » ne sont pas totalement substituables. Le tableau 1 résume leurs différences.

Tableau 1. Principales différences entre politique monétaire et politique budgétaire

Politique monétaire	Politique budgétaire
Affecte la demande indirectement	Affecte la demande directement et indirectement
Décision rapide, transmission lente	Décision lente (hors stabilisateurs automatiques), transmission rapide
Affecte l'accumulation de dette publique directement (taux d'intérêt) et indirectement (activité et prix)	Affecte l'accumulation de dette publique via le solde directement (solde primaire) et indirectement (activité et prix)
Instrument général	Ciblage possible sur certains secteurs ou groupes de ménages
Plus efficace en régime de change flexible	Plus efficace en régime de change fixe ou en union monétaire
L'impact dépend des anticipations d'inflation et de taux d'intérêt	L'impact dépend des anticipations d'impôts futurs
Peut être contrainte par la borne basse des taux d'intérêt	Peut être contrainte par l'état des finances publiques, les règles budgétaires ou la pression des marchés

La politique monétaire affecte la demande de manière indirecte, via les taux d'intérêt, alors que la politique budgétaire agit de manière directe, via certaines dépenses publiques comme l'investissement ou les consommations intermédiaires des administrations publiques, ou indirecte, via les impôts et transferts. La politique monétaire peut être décidée rapidement, mais sa transmission à l'économie est lente, prenant généralement environ 18 mois. A l'inverse, la partie discrétionnaire de la politique budgétaire suit un processus législatif lent mais, une fois décidée, elle peut avoir un impact plus rapide sur la demande. Les stabilisateurs automatiques, eux, par définition ne nécessitent pas de décision : à barèmes inchangés, les impôts et transferts varient au cours du cycle économique.

Prenons un exemple concret : si le gouvernement décide d'envoyer des chèques aux ménages (politique discrétionnaire), ces chèques peuvent être dépensés immédiatement, ayant un impact rapide sur la demande. En revanche, lorsque la Banque centrale européenne (BCE) abaisse ses taux d'intérêt, l'effet sur l'économie réelle prend du temps à se matérialiser.

Un autre aspect important à considérer est l'impact de ces politiques sur la dette publique. La politique monétaire influence directement l'accumulation de la dette via les taux d'intérêt, et indirectement via l'impact de cette politique sur l'activité et les prix. La politique budgétaire, quant à elle, affecte directement le solde budgétaire primaire. Comme la politique monétaire, elle affecte aussi l'accumulation de dette publique via son effet sur l'activité et les prix.

Il est également essentiel de noter que la politique monétaire est presque toujours un instrument général, affectant l'ensemble de l'économie, tandis que la politique budgétaire peut être plus ciblée, touchant des secteurs ou des groupes spécifiques de la population. Pendant la crise sanitaire, la BCE est intervenue sur le marché des titres de dette à court terme des entreprises pour débloquer ce marché spécifique, mais c'est une exception plutôt que la règle. En général, la BCE agit via les taux directeurs, lesquels affectent l'ensemble des taux d'intérêt prêteurs et emprunteurs, sans distinction.

Dans le cadre d'une économie ouverte avec une grande mobilité internationale des capitaux, le modèle de Mundell-Fleming nous enseigne que la politique monétaire est renforcée par son canal de transmission externe (une baisse non anticipée des taux d'intérêt par la BCE entraîne une dépréciation de l'euro). Simultanément, la fixité des taux de change intra-zone euro (dans le cadre de l'union monétaire) renforce les effets de la politique budgétaire mise en œuvre par un État membre individuellement.

Les effets des deux politiques dépendent fortement de leur crédibilité : un assouplissement monétaire a davantage d'impact si les marchés considèrent qu'il est durable, car dans ce cas les taux d'intérêt à long terme diminuent, et pas seulement les taux directeurs. De son côté, la politique budgétaire a davantage d'impact sur l'activité si la dette publique est considérée comme soutenable, car dans ce cas une expansion budgétaire n'est pas contrecarrée par une hausse du taux d'épargne des ménages (effet néo-ricardien).

Enfin, les deux politiques peuvent être contraintes. Dans le cas de la politique monétaire, les taux d'intérêt ne peuvent baisser en-dessous d'un niveau légèrement négatif. Dans le cas de la politique budgétaire, les règles européennes et la pression des marchés peuvent empêcher un gouvernement de réagir à un choc négatif sur l'activité.

Le policy-mix européen à l'épreuve des chocs d'offre

La mise en œuvre du policy-mix est spécifique en zone euro dans la mesure où la politique monétaire est définie pour l'ensemble de la zone, tandis que les politiques budgétaires sont fixées au niveau des Etats membres. Ainsi, le policy-mix s'organise le long de la première diagonale du tableau 2 : la politique monétaire réagit aux chocs « symétriques », qui affectent la demande agrégée de l'ensemble de la zone euro, dans le but de stabiliser les prix ; les politiques budgétaires réagissent quant à elles aux chocs spécifiques (ou « idiosyncratiques »), dans le but de stabiliser l'écart de production national (écart entre production effective et potentielle au niveau du pays).

Durant la décennie d'inflation trop faible qui a suivi la crise financière mondiale et la crise d'endettement de la zone euro (2009-2019), la Commission européenne et le Conseil budgétaire européen ont tenté de promouvoir une coordination des politiques budgétaires de manière à piloter l'orientation agrégée de la politique budgétaire et ainsi épauler l'action de la politique monétaire (case nord-ouest du tableau 2). En 2014, Mario Draghi lui-même, alors Président de la BCE, a appelé la politique budgétaire à appuyer les efforts de la politique monétaire pour relever le niveau de demande agrégée et le taux d'inflation : « *Il serait utile, pour l'orientation générale de la politique économique, que la politique budgétaire joue un rôle plus important à côté de la politique monétaire.* »¹. Ces appels sont toutefois restés lettres mortes, les gouvernements étant tenus, en matière de politique budgétaire, par leurs mandats nationaux et non européens.

La coordination des politiques budgétaires peut être souhaitable également dans le cas de choc différenciés selon les États membres. Lors de la crise d'endettement de la zone euro, au début des années 2010, de nombreux experts ont plaidé pour des politiques budgétaires coordonnées mais différenciées, afin que les pays touchés par la crise ne souffrent pas simultanément d'une attrition de leurs exportations vers d'autres pays européens. Ces appels se sont heurtés aux mêmes obstacles : la coordination de politiques budgétaires décentralisées ne saurait se substituer à un budget fédéral, très limité en zone euro.

Quant à la dernière case du tableau 2 (stabilisation des prix face à des chocs spécifiques), elle est restée vide jusqu'à l'irruption de la crise énergétique, en 2021.

Tableau 2. Le policy-mix en zone euro

		Chocs	
		Symétriques	Spécifiques
Objectifs	Stabilisation de l'activité	(Orientation budgétaire agrégée)	Impulsion budgétaire nationale
	Stabilisation des prix	Politique monétaire	∅

¹ Draghi (2014), traduction de l'auteur.

Alors que les chocs de demande font varier l'activité et les prix dans le même sens, les chocs d'offre les font varier en sens opposés. Par exemple, une hausse du prix de l'énergie entraîne une augmentation de l'inflation et une baisse de la production et de la consommation. Face à ce type de choc, il y a un risque que la politique monétaire et la politique budgétaire se contredisent : la banque centrale pourrait resserrer sa politique pour lutter contre l'inflation, tandis que les gouvernements stimuleraient l'économie pour soutenir la production.

La crise énergétique de 2021-22 nous a fourni un exemple concret de cette problématique. Les gouvernements européens, dont la France, ont réagi à la hausse des prix de l'énergie par un soutien au pouvoir d'achat des ménages et des aides aux entreprises (expansion budgétaire). Simultanément, la BCE a relevé de 450 points de base (4,5 points de pourcentage) ses taux directeurs entre juillet 2022 et septembre 2023 (resserrement monétaire).

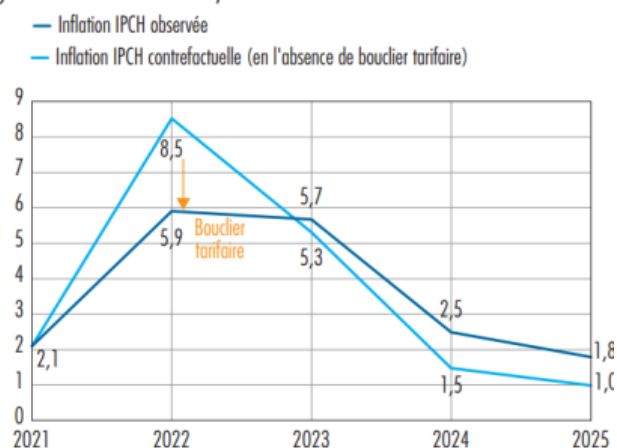
L'impact de ce cocktail était *a priori* incertain. En réalité, les interventions budgétaires ont souvent pris la forme de "boucliers tarifaires" qui ont directement freiné les prix à la consommation. Selon [Lemoine, Petrovich et Zhutova \(2024\)](#), les boucliers tarifaires ont réduit l'inflation de l'ordre de -2,6 points de pourcentage (pp) en France en 2022, avant d'augmenter la hausse des prix de 2,2 pp en cumulé sur la période 2023-2025 (figure 2), pour un coût budgétaire d'environ 1,1% du PIB en 2022 et 2023. Ces mesures ont eu un effet significatif sur l'inflation. Pour l'ensemble de la zone euro, Dao et al. (2023) trouvent un effet des interventions également de l'ordre de -2 pp sur l'inflation en 2022.

Toutefois, les gouvernements ont bénéficié du reflux des prix de l'énergie en 2023-24, sans pour autant rattraper les dépenses de 2021-22 par un surcroît temporaire de recettes. À l'avenir, du fait de l'endettement public, les gouvernements de la zone euro risquent de ne pas pouvoir renouveler un tel soutien massif en cas de nouvel épisode inflationniste, particulièrement face à des chocs persistants.

Figure 2.

G2 Effet du bouclier tarifaire sur l'inflation IPCH en France

(glissement annuel en %)



Notes : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé. L'inflation IPCH contrefactuelle est calculée en utilisant le modèle FR-BDF.

Sources : Insee pour 2021 et 2022, *Projections macroéconomiques – France* de la Banque de France, décembre 2023, à partir de 2023.

Source : Lemoine, Petronevich et Zhutova (2024).

Le policy-mix peut-il se désintéresser des chocs d'offre ?

Serait-il envisageable que le policy-mix s'en tienne à sa feuille de route traditionnelle consistant à ne réagir qu'aux chocs de demande, laissant l'économie s'ajuster toute seule aux chocs d'offre ? La question se pose en des termes différents pour la politique budgétaire et pour la politique monétaire.

Politique budgétaire

Face à une hausse des prix, notamment de l'énergie, on pourrait penser que le gouvernement n'a pas besoin d'intervenir, notamment en France où le salaire minimum et les prestations sociales sous conditions de ressources sont indexés. De surcroît, l'épargne accumulée par les ménages pendant la pandémie leur aurait permis, en 2021-22, d'amortir l'impact du choc sur leur consommation. Cependant, plusieurs facteurs justifient une action gouvernementale :

- Premièrement, il faut prendre en compte les effets de cliquet. Il existe un risque que les personnes ayant perdu leur emploi lors de la crise restent au chômage, même après que les prix de l'énergie, le pouvoir d'achat et la consommation seront revenus à leur niveau initial. Ce phénomène peut créer un chômage structurel difficile à résorber.
- Deuxièmement, l'indexation peut engendrer des effets de second tour. L'augmentation des salaires et des prestations en réponse à l'inflation peut alimenter une spirale inflationniste, où les hausses de prix et de salaires se nourrissent mutuellement. Le gouvernement peut souhaiter freiner ces effets de second tour.
- Troisièmement, il y a un aspect d'économie politique à considérer. Le gouvernement est de plus en plus perçu comme un assureur contre les risques économiques. Les citoyens s'attendent à ce que l'État intervienne pour atténuer l'impact des chocs économiques, créant une pression politique pour l'action gouvernementale.
- Enfin, il faut tenir compte des perceptions des ménages. Les enquêtes réalisées par la Banque de France montrent que les individus focalisent leur attention sur un petit nombre de prix, généralement l'énergie et les produits alimentaires, qui sont également les plus volatils (voir [Bignon et Gautier, 2023](#)). Ce biais de perception peut créer un sentiment d'appauvrissement, même lorsque le pouvoir d'achat réel est maintenu, poussant le gouvernement à agir pour limiter les hausses de prix les plus saillantes.

Ces facteurs expliquent pourquoi les gouvernements sont souvent amenés à intervenir face aux chocs d'offre, même lorsque des mécanismes d'indexation sont en place pour les ménages les plus vulnérables.

Politique monétaire

La stabilité des prix, telle que définie par la Banque Centrale Européenne, correspond à un taux d'inflation « proche de 2% sur le moyen terme ». Cette définition permet des écarts temporaires par rapport à l'objectif de 2%.

Selon [Dupraz et Marx \(2023\)](#), la réaction optimale face à un choc temporaire des prix des matières premières serait de "laisser passer" ce choc sans y réagir fortement, à condition toutefois que les anticipations d'inflation demeurent « ancrées », ce qui suppose une crédibilité maintenue de l'objectif de 2% sur le moyen terme. Cependant, les écarts à court terme du taux d'inflation peuvent avoir des effets durables remettant en cause ce principe général.

- Premièrement, on observe souvent une transmission asymétrique des prix des intrants, particulièrement visible dans le secteur alimentaire : les hausses de prix se répercutent plus rapidement et plus fortement que les baisses, ce qui peut entraîner une inflation persistante.
- Deuxièmement, des ajustements brusques des prix, notamment dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation, peuvent provoquer un désancrage des anticipations

d'inflation. Les ménages et les entreprises, accordant une attention excessive à ces variations de prix visibles, pourraient revoir à la hausse leurs anticipations d'inflation à plus long terme ce qui pourrait s'avérer auto-réalisant.

- Troisièmement, les erreurs de prévision dues à ces chocs peuvent conduire à une mauvaise allocation des ressources économiques et donc, *in fine*, à un affaiblissement de la croissance potentielle, propre à renforcer les tensions inflationnistes. Une étude menée par Ropele, Gorodnichenko et Coibion (2024) sur l'Italie a mis en évidence ce phénomène au cours du dernier épisode inflationniste.

Face à ces défis, Reichlin et Zettelmeyer (2024) suggèrent d'accepter une période de stabilisation plus longue pour les chocs d'offre que pour les chocs de demande. Cette approche permettrait à la politique monétaire de s'adapter de manière plus flexible aux différents types de chocs économiques, tout en maintenant son objectif de stabilité des prix à moyen terme.

Vers un nouveau policy-mix

Il n'existe pas de consensus sur l'impact du changement climatique et de la transition écologique sur l'activité et sur l'inflation, car cela dépend fortement de la manière dont est mise en œuvre la transition. Toutefois, il est probable que les chocs d'offre – transitoire ou persistants – deviennent plus fréquents que par le passé. Face à ce défi, un policy-mix plus flexible pourrait être requis.

La politique budgétaire pourrait devenir plus ciblée et flexible. Face à un choc d'offre négatif, par exemple, le gouvernement pourrait souhaiter prioriser le soutien à l'investissement, afin de ne pas retarder la transition, et ainsi se prémunir contre les chocs d'offre futurs. Dans le même esprit, Fornaro et Wolf (2023) proposent de subventionner temporairement l'investissement des entreprises lorsque la politique monétaire se resserre. Cela pourrait atténuer l'impact négatif du resserrement monétaire sur l'activité économique tout en favorisant la croissance à long terme. De leur côté, Cox et al. (2024) plaident, en cas de choc d'offre, pour une politique budgétaire ciblée au niveau sectoriel, neutre au niveau agrégé. Ces différentes propositions ont pour point commun de laisser à la politique monétaire la tâche de stabilisation au niveau agrégé, en priorisant la stabilité des prix.

La politique monétaire pourrait, de son côté, adopter une approche plus nuancée face aux chocs d'offre. Par exemple, la BCE pourrait se concentrer davantage sur l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) plutôt que sur l'inflation globale lors de chocs énergétiques temporaires. Toutefois, la nature temporaire ou persistante des chocs n'étant généralement pas connue d'emblée, une approche hybride sera probablement nécessaire.

Les débats sur la transition écologique portent généralement sur leurs coûts comparés en matière d'activité. La discussion qui précède suggère de développer les modèles permettant de comparer l'impact de différentes stratégies aussi en termes d'inflation. Les travaux réalisés à la Banque de France ([Allen et al., 2023](#)) montrent que, selon les instruments utilisés, la transition pourrait être inflationniste ou au contraire désinflationniste.

L'idée d'utiliser la politique monétaire pour soutenir la transition écologique elle-même soulève de nombreuses questions :

- Premièrement, ajouter un nouvel objectif à la banque centrale risquerait d'affaiblir sa capacité à atteindre son objectif principal de stabilité des prix. Cela irait à l'encontre de la règle de Tinbergen, selon laquelle un instrument de politique économique ne devrait viser qu'un seul objectif. Ce principe trouve aujourd'hui une traduction très concrète : à l'heure où les banques centrales sont engagées dans la normalisation de leurs bilans (resserrement quantitatif), un « assouplissement quantitatif vert » (par lequel la banque centrale achèterait des actifs « verts » sur les marchés financiers) semble contradictoire.

- Deuxièmement, le verdissement de la politique monétaire pourrait ouvrir une boîte de Pandore : pourquoi s'en tenir à la transition écologique, en laissant de côté la transition numérique, la réindustrialisation, le financement du vieillissement démographique ?
- Enfin, il est important de rappeler ici l'équation de Fisher : à moyen terme, le taux d'intérêt réel (taux nominal moins taux d'inflation) est indépendant du taux nominal. Ainsi, maintenir les taux directeurs à un niveau bas dans le but de favoriser la transition ne serait pas efficace au-delà du très court terme. Au contraire, l'inflation qui en résulterait pourrait avoir pour conséquence un désancrage des anticipations, une hausse des primes de terme et, finalement, une hausse des taux longs réels, qui sont ceux qui compte pour l'investissement.

Tout ceci ne signifie pas que les banques centrales doivent se désintéresser de la transition écologique. Au contraire, le réchauffement climatique et la transition écologique peuvent avoir des conséquences abruptes pour la stabilité des prix et pour la stabilité financière, toutes deux au cœur de leurs missions. Dans ce contexte, leur contribution est essentiellement de :

- Ancrer solidement les anticipations d'inflation, afin de limiter l'incertitude sur les prix à moyen terme et ainsi contribuer à aplatir la courbe des taux d'intérêt réels.
- Dans le cadre de la supervision bancaire, contrôler la divulgation des risques climatiques et mener des tests de résistance "verts" pour évaluer la résilience du système financier face aux risques liés au changement climatique.

La Banque de France et l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution sont fortement engagés dans cette stratégie, dans le cadre de l'Eurosystème et de son Mécanisme unique de supervision, via le réseau NGFS (*Network for Greening the Financial System*) dont le Secrétariat est assuré par la Banque de France. Par ailleurs, le développement d'un « indicateur climat » va permettre de situer chaque entreprise française d'une certaine taille par rapport à la trajectoire de transition climatique, et ainsi de mieux orienter les investissements. Enfin, la Banque de France est active pour verdir ses propres activités et ses portefeuilles d'investissement non monétaires. Elle est classée première par *Positive Money* en matière de verdissement, parmi toutes les banques centrales du G20.

Il reste que, sur ces sujets, les banques centrales ne sont pas aux avant-postes : elles peuvent accompagner la transition mais non la provoquer, les instruments permettant de modifier les incitations des investisseurs privés (tarification carbone, réglementation) étant entre les mains des gouvernements.

Je vous remercie pour votre écoute attentive.

Références

Allen, Th., Bouillot, M., Dées, S., de Gaye, A., Lisack, N., Thubin, C. et O. Wegner (2023), "Using Short-Term Scenarios to Assess the Macroeconomic Impacts of Climate Transition", Banque de France working paper No. 922, [wp922_0.pdf \(banque-france.fr\)](#)

Bartsch, E., Bénassy-Quéré, A., Corsetti, G., et X. Debrun (2020), « It's all in the mix: how monetary policy and fiscal policy can work or fail together », Geneva Report on the World Economy 3, [geneva23.pdf \(cimb.ch\)](#).

Bignon, V., et E. Gautier (2023), « Les Français et l'inflation en 2023 », Bulletin de la Banque de France n°242, novembre, [Les Français et l'inflation en 2023 – Le triangle vertueux « information, connaissance, confiance » favorise la stabilité des prix | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

Cox, L., Feng, J., Müller, G., Pasten, E., Schoenle, R., et M. Weber, (2024), "Optimal monetary and fiscal policies in disaggregated economies", CEPR discussion paper No. 19340.

Dao, M., Dizioli, A., Jackson, Ch., Gourinchas, P.-O., et D. Leigh (2023), "Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation", IMF working paper No. 178, [Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation \(imf.org\)](#).

Draghi, M. (2014), Luncheon Address: "Unemployment in the Euro Area", Luncheon address, Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City, [2014Draghi.pdf \(kansascityfed.org\)](#)

Dupraz, S., et M. Marx (2023), « Anchoring Boundedly Rational Expectations », Banque de France working paper No. 936, [WP936_0.pdf \(banque-france.fr\)](#).

Fornaro, L. et M. Wolf (2023), « The scars of supply shocks: Implications for monetary policy », Journal of Monetary Economics, 140, pp. 18-36.

Lemoine, M., Petronevich, A. et A. Zhutova (2024), "Bouclier tarifaire sur les prix de l'énergie en France : quel bilan ? », Bulletin de la Banque de France n° 253, [BDF253_4_Bouclier_tarifaire_web\(3\).pdf](#)

Positive Money (2024), Green Central Banking Scoreboard, [Green Central Banking Scorecard - Green Central Banking](#).

Reichlin, L., et J. Zettelmeyer (2024), « The European Central Bank must adapt to an environment of inflation volatility », Bruegel Policy Brief, juin, [The European Central Bank must adapt to an environment of inflation volatility \(bruegel.org\)](#).

Ropele, T., Gorodnichenko, Y. et O. Coibion (2024), "Inflation Expectations and Misallocation of Resources: Evidence from Italy", American Economic Review: Insights, 6(2), pp. 246-261, [Evidence from Italy - American Economic Association \(aeaweb.org\)](#).

Tobin, J. (1987), "The Monetary-Fiscal Mix in the United States", Chapter 14 in *Policies for Prosperity*, MIT Press.