BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Interactions entre politiques monétaire et budgétaire au XXIe siècle

Discours tenu en anglais, 9 octobre 2026

Quand le *policy mix* rencontre les chocs d'offre

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

Bonjour,

C'est un grand plaisir d'être parmi vous aujourd'hui et je tiens à remercier la Banque nationale de Belgique pour son invitation.

La question que j'aimerais aborder est simple : comment devons-nous envisager le *policy mix* dans un monde où les chocs d'offre sont devenus plus fréquents, plus importants et peut-être plus persistants ?

Pendant des décennies, notre cadre d'analyse de l'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire s'est largement construit autour des chocs de demande. Toutefois, l'expérience récente, de la pandémie aux crises énergétiques, en passant par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les phénomènes météorologiques extrêmes, suggère que les chocs d'offre occupent désormais une place centrale.

Cette évolution soulève des questions importantes pour les décideurs politiques. Nos cadres de politique économique sont-ils toujours adaptés à leur objectif ? Comment les autorités monétaires et budgétaires devraient-elles interagir lorsque l'inflation trouve son origine du côté de l'offre ? Et quelles leçons en tirer pour l'avenir ?

Le message principal que je souhaite porter aujourd'hui est que les chocs d'offre nécessitent une nouvelle approche en matière de *policy mix* :

- Lorsque les chocs proviennent de la demande, le principal défi est souvent d'éviter l'incohérence ou la procyclicité des politiques.
- Lorsque les chocs proviennent de l'offre, le défi est différent. Il s'agit de gérer les arbitrages, de préserver la crédibilité et de réduire les vulnérabilités avant que le choc ne se produise.

1. Des chocs de demande aux chocs d'offre

Demandons-nous d'abord pourquoi l'augmentation des chocs d'offre est importante pour le *policy mix*.

Les politiques monétaire et budgétaire affectent principalement la demande agrégée. C'est la raison pour laquelle les économistes parlent d'un « *policy mix* ».

L'objectif est d'éviter les situations dans lesquelles les deux politiques s'opposent, de reconnaître les circonstances dans lesquelles elles se complètent et de préserver la crédibilité des deux instruments. Comme indiqué par Bartsch et ses coauteurs en 2020, la crédibilité est un atout partagé : si une politique perd en crédibilité, l'efficacité de l'autre politique peut également en pâtir.

Dans Bartsch et al. (2020), nous avons utilisé l'image de l'entonnoir de Tobin : les politiques monétaire et budgétaire peuvent être considérées comme deux robinets alimentant la demande agrégée. La demande passe ensuite par l'entonnoir et rencontre finalement l'offre, générant une combinaison de production et d'inflation qui correspond aux éclaboussures (**diapositive 1**).

Diapositive 1 – Les politiques monétaire et budgétaire agissent toutes deux du côté de la demande

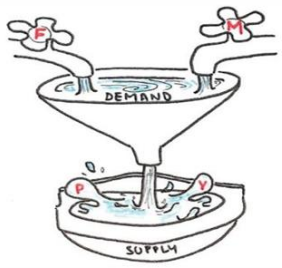
MONETARY AND FISCAL POLICIES ARE BOTH DEMAND-SIDED

This justifies the concept of policy mix

- ✓ Avoiding pulling in opposite directions
- ✓ Recognizing complementarities, notably at the ZLB
- ✓ Safeguarding the credibility of each instrument (Bartsch et al., 2023)

M and F are imperfect substitutes

- ✓ Delays
- ✓ Targetability
- ✓ Constraints



Note: F represents fiscal policy; M represents monetary policy.
Source: Bartsch et al. (2020).

Monetary policy	Fiscal policy
Affects demand indirectly	Affects demand directly and indirectly
Quick decision, slow transmission	Long decision (aside automatic stabilisers), fast transmission
Affects government debt directly (interest rate) and indirectly (nominal GDP)	Affects government debt directly (primary balance) and indirectly (nominal GDP)
General instrument	Can be targeted to specific sectors or households
More powerful in a flexible exchange-rate regime	More powerful in a fixed exchange-rate regime or monetary union
Impact depends on expectations of future inflation and policy rates	Impact depends on expectations of future taxes
May be constrained by effective lower bound	May be constrained by state of public finances, fiscal rules or market pressure

Source: Bénassy-Quéré and Borgy (2026).

BANQUE DE FRANCE

Mais les politiques monétaire et budgétaire ne sont pas des substituts parfaits :

- La politique monétaire peut être ajustée rapidement, mais elle affecte l'économie avec des délais de transmission relativement longs. A l'inverse, pour la politique budgétaire, les décisions sont souvent plus lentes, mais une fois mise en œuvre, cette politique peut avoir des effets rapides.

- La politique monétaire est un instrument large, tandis que la politique budgétaire peut cibler des ménages, des secteurs ou des régions spécifiques.
- Enfin, les politiques monétaire et budgétaire sont confrontées à des contraintes différentes. La politique monétaire peut faire face au plancher effectif des taux d'intérêt. La politique budgétaire peut être contrainte par des préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette, les règles budgétaires ou des pressions sur les marchés.

Le cadre institutionnel de la zone euro a été largement conçu pour un monde dominé par les chocs de demande (**diapositive 2**).

Diapositive 2 – Le cadre de Maastricht

THE MAASTRICHT SETTING ADDRESSES DEMAND SHOCKS

The policy mix in the euro area framework

		Shocks	
		Symmetric	Idiosyncratic
Objectives	Output stabilisation	(Aggregate fiscal stance)	National fiscal stance
	Price stabilisation	Monetary policy	Ø

Source: Bénassy-Quéré and Borgy (2026).

La division du travail est simple :

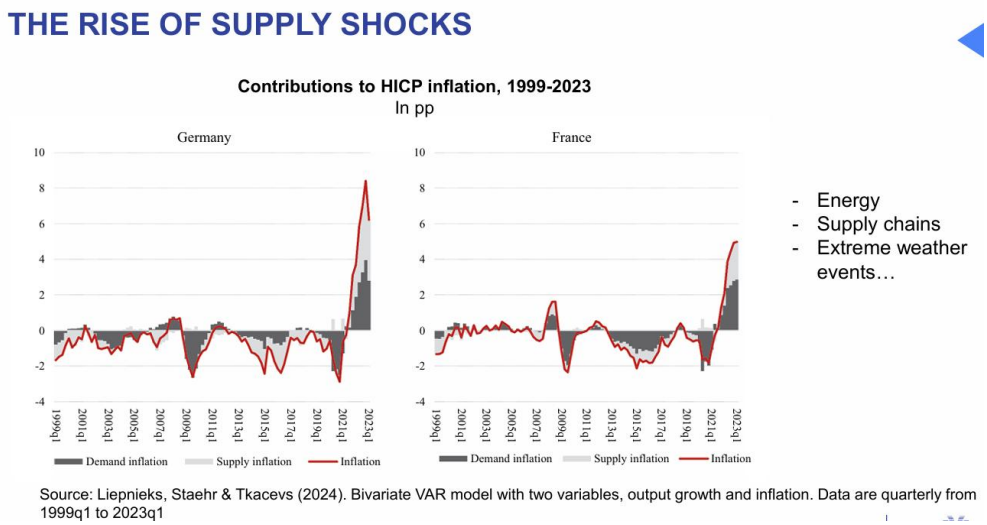
- Pour les chocs symétriques affectant l'ensemble de la zone euro, la politique monétaire est responsable de la stabilité des prix ;
- S'agissant des chocs spécifiques à un pays, la politique budgétaire demeure le principal instrument de stabilisation.

Ce qui est frappant, toutefois, c'est que ce cadre est muet sur l'utilisation éventuelle d'instruments nationaux pour faire face aux chocs d'offre inflationnistes.

Cette omission n'était pas particulièrement gênante lorsque les chocs d'offre étaient relativement rares. Cela pourrait devenir plus problématique dans l'environnement actuel.

Les données récentes montrent une contribution croissante des chocs d'offre à la dynamique de l'inflation en Allemagne et en France. La **diapositive 3** présente une ventilation simple de l'inflation mesurée par l'IPCH entre les contributions du côté de la demande et du côté de l'offre, tirée d'une étude de Lipnieks et al. (2024).

Diapositive 3 – La montée des chocs d'offre



La crise financière mondiale a été en grande partie un choc de demande. Ensuite, la période de baisse des prix du pétrole entre 2013 et 2016 a entraîné des chocs d'offre favorables. Puis est survenue la pandémie, suivie du choc énergétique après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie.

Dans les prochaines années, nous pouvons nous attendre à ce que les chocs d'offre deviennent plus fréquents. La fragmentation géopolitique, les transitions énergétiques, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les événements liés au climat vont tous dans ce sens.

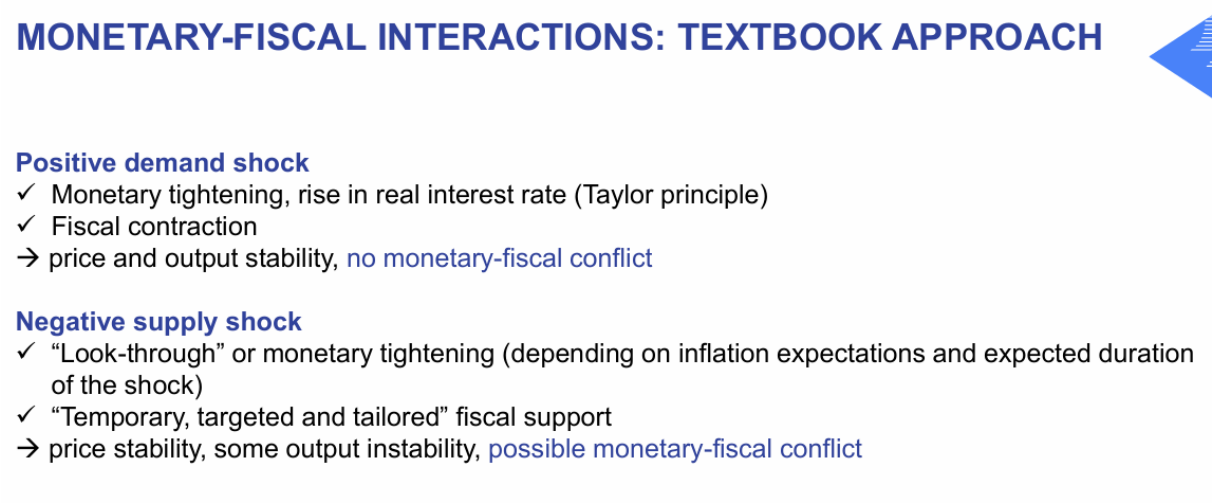
Ce changement nous conduit naturellement à reconsidérer le *policy mix*.

2. Implications des chocs d'offre pour le *policy mix*

J'en viens maintenant aux implications des chocs d'offre pour les interactions entre politique monétaire et politique budgétaire.

En présence d'un choc de demande positif, la prescription théorique est simple (**diapositive 4**) : la politique monétaire et la politique budgétaire doivent toutes deux être restrictives, dans des proportions qui dépendent des circonstances (**diapositive 1**). L'inflation et la production sont stabilisées simultanément, et il y a peu de conflit entre les deux politiques.

Diapositive 4 – L'approche traditionnelle



Un choc d'offre négatif représente un plus grand défi :

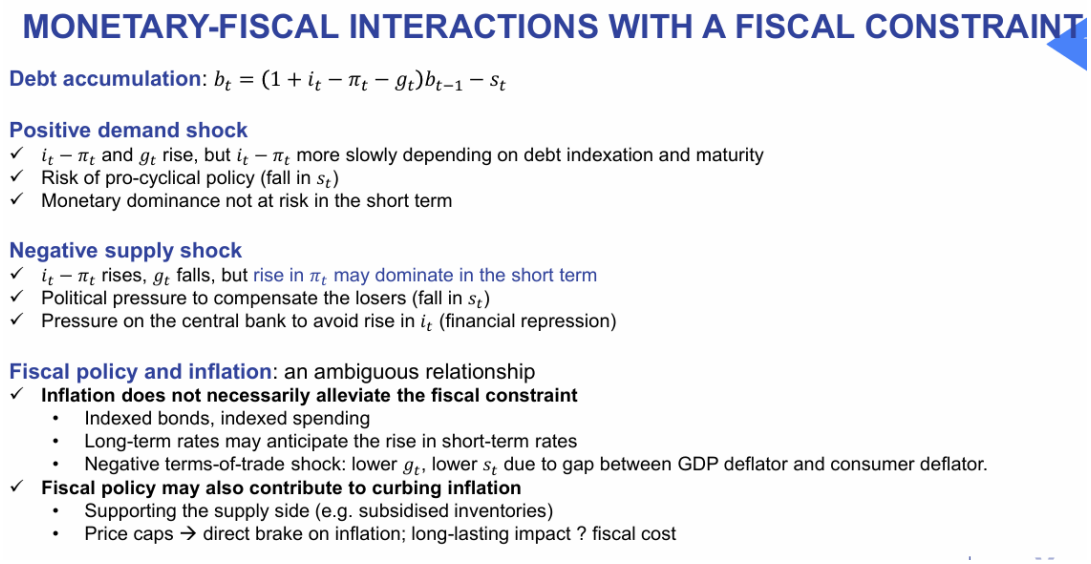
- En fonction des anticipations d'inflation et de la persistance attendue du choc, la banque centrale peut décider de faire abstraction du choc ou bien d'y répondre.
- Dans le même temps, les gouvernements sont soumis à des pressions pour apporter un soutien aux ménages et aux entreprises. Selon l'approche traditionnelle, ils devraient le faire de manière « temporaire, ciblée et adaptée (ou au bon moment) » afin de ne pas stimuler la demande agrégée.

Le potentiel de conflit entre politiques monétaire et budgétaire devient significatif avec les chocs d'offre. Les pressions politiques poussent généralement les gouvernements à adopter des mesures de soutien plus larges, qui peuvent à leur tour compliquer la tâche de la politique monétaire.

Le tableau devient encore plus complexe lorsque l'on tient compte des contraintes budgétaires (**diapositive 5,** où b_t représente le ratio dette/PIB à la fin de l'année t, i_t le taux d'intérêt nominal, π_t le taux d'inflation, g_t le taux de croissance du PIB en volume et s_t l'excédent budgétaire primaire de l'année *t* en pourcentage du PIB).

À la suite d'un choc de demande, une inflation plus élevée et une croissance plus forte peuvent temporairement donner l'impression d'une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire. Sur la base de données en temps réel, Gootjes et de Haan (2022) montrent comment la politique budgétaire serait *in fine* procyclique *ex post*, même si les plans budgétaires sont généralement a-cycliques *ex ante*. S'agissant de l'inflation, l'histoire montre qu'au-delà d'un certain seuil, elle peut aussi encourager des décisions budgétaires procycliques (Briodeau et Checherita-Westphal, 2024).

Diapositive 5 – Contraintes budgétaires



Après un choc d'offre, la situation est très différente : l'inflation augmente tandis que la croissance du PIB s'affaiblit. Les gouvernements font face à de fortes pressions pour indemniser les perdants du choc. Dans le même temps, les banques centrales peuvent subir des pressions pour éviter un durcissement des conditions financières. Dans les cas extrêmes, cela peut aller jusqu'à la répression financière.

La relation entre politique budgétaire et inflation est en fait plus ambiguë qu'on ne le pense souvent (cf. Bénassy-Quéré, 2022) :

- Une inflation plus élevée n'allège pas nécessairement les contraintes budgétaires.
- Si les dépenses publiques sont indexées, ou si les taux à long terme anticipent un futur resserrement monétaire, les avantages budgétaires de l'inflation pourraient s'avérer limités.

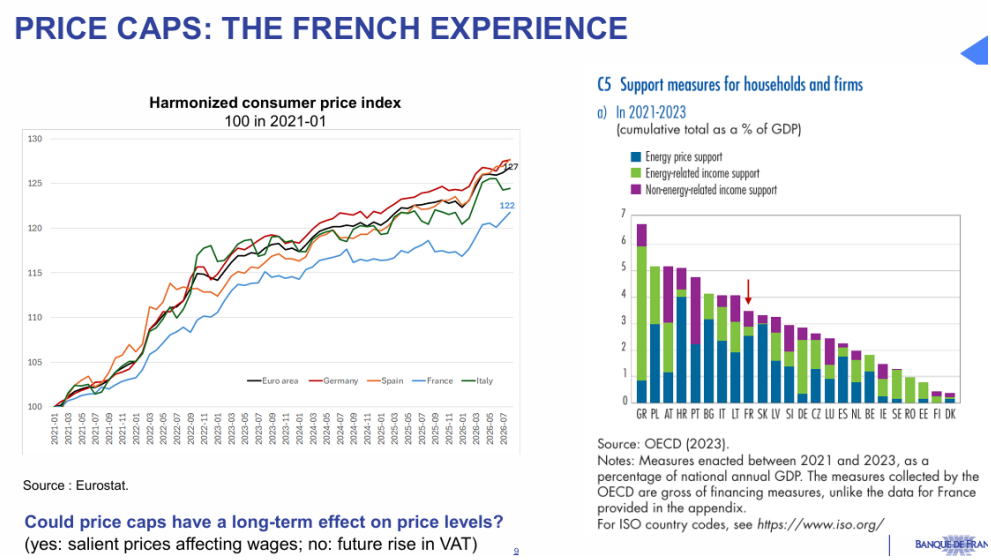
À l'inverse, une expansion budgétaire peut parfois, paradoxalement, contribuer à réduire l'inflation.

Soutenir l'offre, par exemple en subventionnant les stocks stratégiques, peut atténuer les goulets d'étranglement. Les plafonnements de prix peuvent également avoir un effet direct sur l'inflation mesurée, même s'ils soulèvent des questions importantes concernant leur coût budgétaire et leurs conséquences à plus long terme sur les prix, par exemple si la TVA doit être relevée pour financer les intérêts supplémentaires sur la dette accumulée.

La France constitue un cas d'étude intéressant

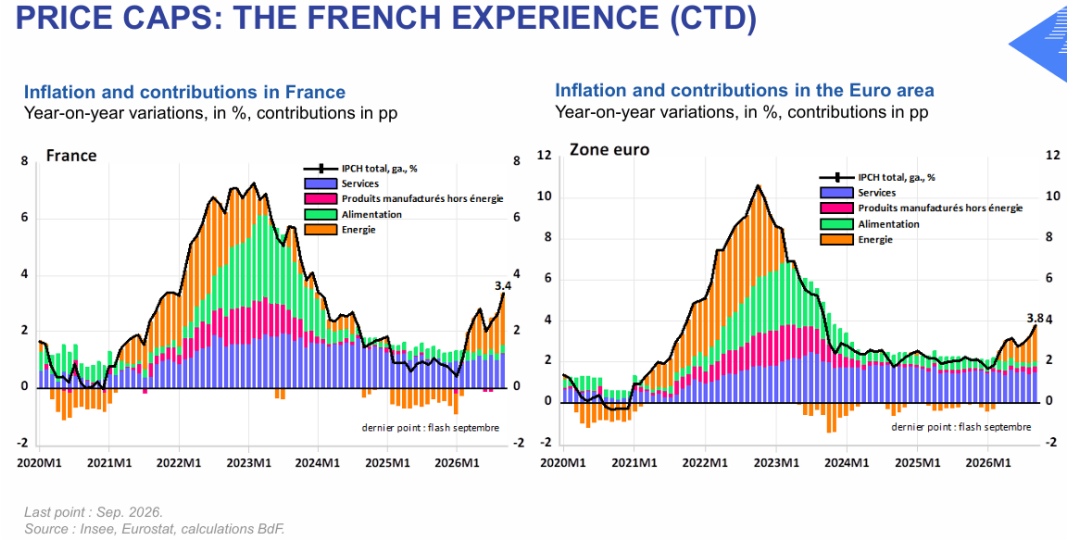
Durant la crise énergétique de 2022-2023, les mesures de soutien ont représenté un coût budgétaire cumulé d'environ 3,5 % du PIB, une part importante étant consacrée aux « boucliers tarifaires » énergétiques (**Diapositive 6**).

Diapositive 6 –Plafonnements des prix : l'expérience française



Par conséquent, l'inflation a suivi un profil différent de celui observé dans la zone euro (**Diapositive 7**). Là où la zone euro a enregistré un pic d'inflation prononcé suivi d'une baisse rapide, la France a connu un profil d'inflation plus faible et plus plat.

Diapositive 7 –Plafonnements des prix : l'expérience française (suite)



Selon une étude de la Banque de France, les boucliers tarifaires ont réduit l'inflation d'environ 2,6 points de pourcentage en 2022. Cet effet s'est partiellement inversé au cours des années suivantes, mais pas complètement (**Diapositive 8**).

La **diapositive 6** (ci-dessus) montre qu'entre janvier 2021 et juillet 2026, la hausse cumulée de l'IPCH s'est établie à 22 % en France, contre 27 % dans la zone euro.

Diapositive 8 – Plafonnements des prix : l'expérience française (suite et fin)

PRICE CAPS: THE FRENCH EXPERIENCE (CTD)

Fiscal support during the energy crisis had a negative impact on inflation:

Lemoine, Petrovich and Zhutova (2024) for France: -2.6 pp in 2022, followed by a cumulative impact of +2.2 pp over 2023-2025.

Large fiscal cost:

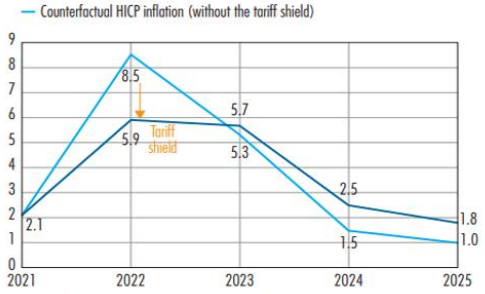
≈ 1.1% of GDP in 2022 and in 2023.

≈ +3pp in VAT rates during 2 years...

3x annual subsidies to house renovation + purchases of electric cars

C2 Impact of the tariff shield on HICP inflation in France

(year-on-year % change)



Sources: INSEE data for 2021 and 2022, Banque de France *Macroeconomic projections – France*, December 2023 for 2023 onwards.
Notes: HICP, Harmonised Index of Consumer Prices. Counterfactual HICP inflation is calculated using the FR-BDF model.

Source: Lemoine, Petronevich and Zhutova (2024)

11

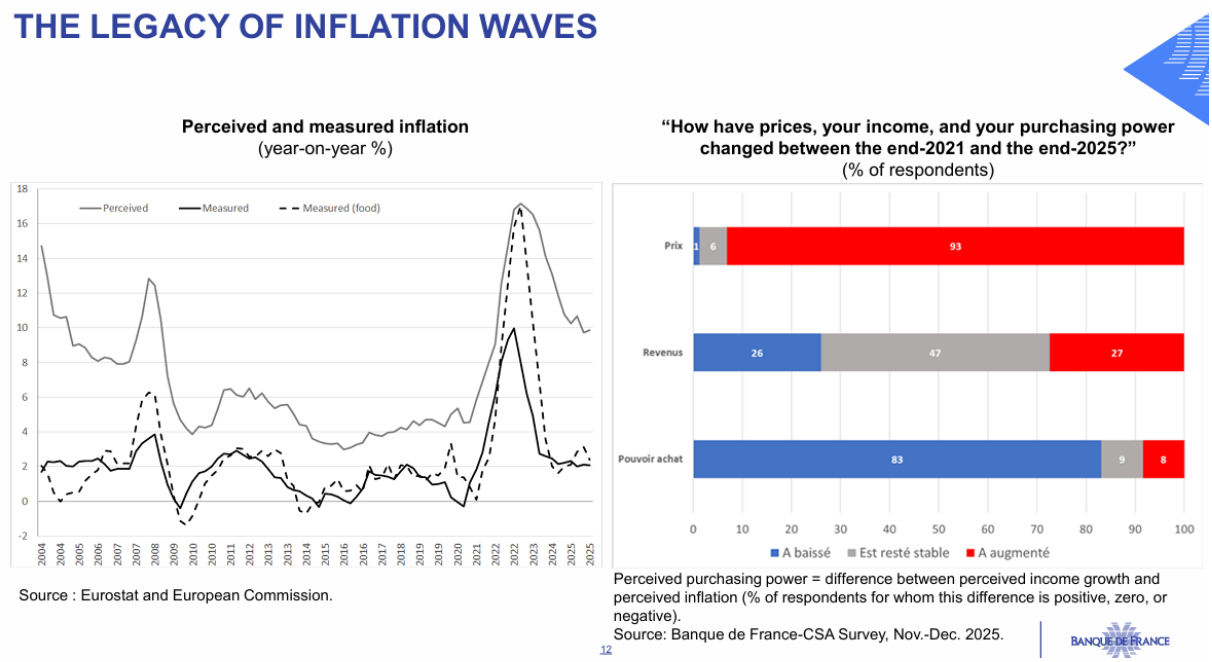
L'expérience française soulève une question intéressante pour la recherche : les plafonnements des prix peuvent-ils laisser une empreinte durable sur la dynamique de l'inflation *via* leurs effets sur les anticipations et la formation des salaires ? La réponse reste incertaine.

- D'un côté, les prix particulièrement marquants, tels que les prix de l'énergie, peuvent influencer les perceptions de l'inflation et donc les négociations salariales. Dans la mesure où la visibilité des prix est asymétrique (par exemple, les ménages ont tendance à moins bien percevoir les baisses que les hausses de prix), les plafonnements de prix pourraient ne pas être neutres pour l'inflation cumulée, même face à des chocs temporaires.
- De l'autre, le coût budgétaire doit bien finir par être financé, ce qui peut en soi générer de futures tensions sur les prix.

Cette question nécessite de plus amples recherches. Il est important de noter que les ménages ne perçoivent pas l'inflation de la même manière que les économistes la mesurent. Les données tirées d'enquêtes montrent que les perceptions de l'inflation demeurent beaucoup plus élevées que l'inflation mesurée, même après un recul significatif de l'inflation, et que la perception de

l'inflation est étroitement liée à l'évolution de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires (**Diapositive 9**).

Diapositive 9 – L'héritage des vagues d'inflation



Plus frappant encore, une grande majorité des ménages reconnaissent à juste titre que les prix ont augmenté entre fin 2021 et fin 2025, mais ne perçoivent pas de hausse correspondante de leur propre revenu nominal. C'est le cas même pour les groupes dont les revenus ont pourtant été indexés (retraités, salariés percevant le salaire minimum).

Cet écart entre les évolutions mesurées et le pouvoir d'achat perçu peut en partie expliquer la persistance de taux d'épargne élevés et d'une consommation peu dynamique.

D'un point de vue macroéconomique, la perception de l'inflation peut donc influencer la demande agrégée et amplifier les effets des chocs d'offre sur l'économie réelle, tout en limitant leurs effets sur l'inflation.

3. Les chocs d'offre peuvent déclencher des chocs de demande

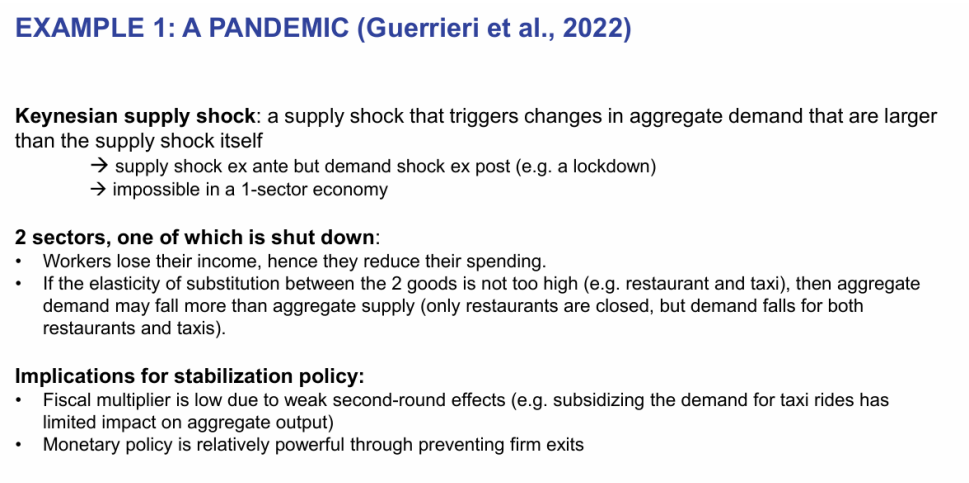
Cela m'amène à mon dernier point : les chocs d'offre ne restent pas toujours de simples chocs d'offre. Ils peuvent eux-mêmes générer des chocs de demande.

La pandémie en constitue le parfait exemple (**Diapositive 10**).

Lorsque des restaurants ferment, les travailleurs touchés perdent des revenus et réduisent leurs dépenses. Surtout, la demande diminue dans les secteurs complémentaires à la restauration, tels que les services de transport. La perturbation initiale de l'offre peut donc entraîner une baisse

encore plus importante de la demande agrégée. C'est ce que Guerrieri et ses co-auteurs (2022) ont appelé un « choc d'offre keynésien ».

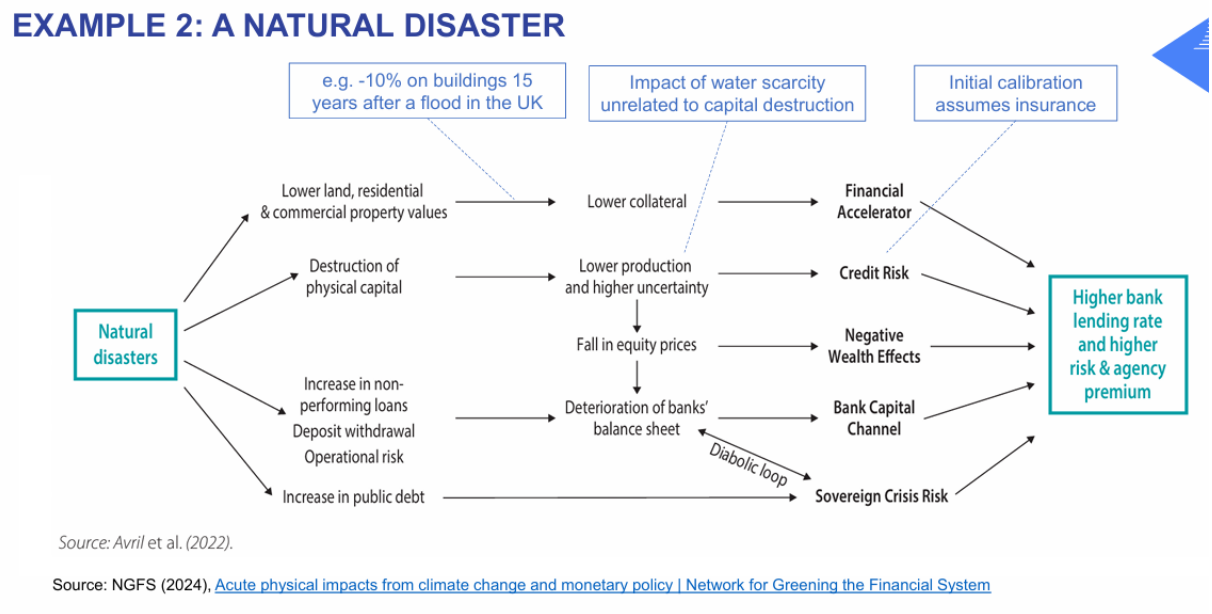
Diapositive 10 – Une pandémie comme choc d'offre keynésien



Dans de telles circonstances, les mécanismes traditionnels de stabilisation ne fonctionnent plus aussi bien. Les multiplicateurs budgétaires peuvent être plus faibles qu'en temps normal. Dans la pratique, subventionner la demande de courses en taxi pourrait ne pas suffire pour accroître cette demande. À l'inverse, la politique monétaire peut jouer un rôle important en atténuant les défaillances d'entreprises et en préservant les conditions financières.

Les catastrophes naturelles offrent un autre exemple de chocs d'offre déclenchant des chocs de demande (NGFS, 2026).
Un événement météorologique extrême détruit d'abord les capacités de production ou réduit la productivité. Mais il peut aussi déclencher des effets plus larges par le biais des canaux financiers : baisse de la valeur des garanties, augmentation du risque de crédit, déficit public, effets de richesse et interactions négatives dans le secteur financier peuvent transformer un choc d'offre en choc de demande macroéconomique (**Diapositive 11**).
Cette interaction renforce encore la nécessité de penser au-delà d'un cadre de stabilisation à court terme.

Diapositive 11 – Une catastrophe naturelle



Source: NGFS (2024), Acute physical impacts from climate change and monetary policy | Network for Greening the Financial System

Conclusion

Permettez-moi de conclure avec trois messages.

Premièrement, nous devons mettre davantage l'accent sur la réduction des vulnérabilités avant que les chocs ne se produisent. L'adaptation au changement climatique, la réglementation financière et la supervision, les tests de résistance, la diversification des chaînes d'approvisionnement, les stocks stratégiques, les interconnexions électriques et les politiques de décarbonation contribuent tous à la résilience macroéconomique.

Deuxièmement, pour lisser l'effet des chocs d'offre, la politique budgétaire pourrait être conçue comme un mécanisme d'assurance plutôt que comme un outil de stabilisation purement discrétionnaire. Cela implique de développer des solutions d'assurance abordables, des garanties publiques et des stabilisateurs automatiques du côté de l'offre tels que les contrats pour différence sur les marchés de l'énergie.

Troisièmement, les chocs d'offre appellent une perspective à moyen terme. Pour la politique budgétaire, cela implique de s'appuyer davantage sur les stabilisateurs automatiques, de mieux cibler les interventions et de préserver la soutenabilité budgétaire. Pour la politique monétaire, cela implique de préserver la crédibilité grâce à une communication claire et à une fonction de réaction prévisible. Quant à la politique prudentielle, cela implique de créer une résilience

financière qui donne aux autorités budgétaires et monétaires une plus grande marge de manœuvre lorsque le choc d'offre survient.

En résumé, lorsque les chocs de demande dominent, le principal danger est la procyclicité. Lorsque les chocs d'offre dominent, le principal défi est la résilience.

C'est pourquoi le *policy mix* du futur doit non seulement être conçu pour réagir aux chocs, mais aussi pour préparer l'économie avant que les chocs ne surviennent.

Je vous remercie de votre attention.

Bibliographie :

Bartsch (E.), Bénassy-Quéré (A.), Corsetti (G.), et Debrun (X.) (2020). "*It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*", *23rd Geneva Reports on the World Economy*.

Bénassy-Quéré (A.) (2022), « Finances publiques : une inflation qui rapporte ? », Billet de blog, Trésor, juillet.

Bénassy-Quéré (A.) et Vladimir (V.) (2026). « *Rethinking the Policy Mix: Challenges for the Euro Area* », *Intereconomics: Review of European Economic Polic*, 61(3), 159-166.

Briodeau (C.), et Checherita-Westphal (C.)(2024), « *Inflation and Fiscal Policy: Is There a Threshold Effect in the Fiscal Reaction Function?* », *ECB working paper 2880*.

Gootjes (B.) et de Haan (J.) (2022), « *Procyclicality of fiscal policy in European Union countries* », *Journal of International Money and Finance* 120, février.

Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.), Straub (L.), et Werning (I.) (2022). « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? » American Economic Review,* 112 (5): 1437-74

Lemoine (M.), Petronevich (A.), et Zhutova (A.) (2024). « Bouclier tarifaire sur les prix de l'énergie en France : quel bilan ? » *Bulletin de la Banque de France*, n° 253.

NGFS (2026). « *Note on the economic and financial impacts of extreme weather events* », Note for the G7 presidency, mai.

Liepnieks (R.), Staehr (K.), et Tkacevs (O.) (2024). « *Contributions of demand and supply shocks to inflation in the euro area countries* » *Applied Economics Letters*, 33(6), 781–786.

Tobin (J.) (1989). *The monetary-fiscal mix in the United States.* Dans Jackson (P.M.) (Ed.), *Policies for prosperity* (pp. 142–167). MIT Press.