

## 24<sup>e</sup> Congrès des économistes

### Relance, stabilité des prix et soutenabilité budgétaire : Ménage à trois ou trilemme ?

Xavier Debrun (BNB, Comité Budgétaire Européen & UCLouvain) <sup>1</sup>

*La crise COVID-19 créa l'unité dans l'action. En garantissant de facto les dettes publiques, les banques centrales ont permis une réponse budgétaire à la mesure du choc. La relance, la stabilité des prix et la soutenabilité budgétaire formèrent un ménage à trois de circonstance où la congruence du policy mix était une évidence nécessaire. Avec la reprise, les arbitrages difficiles reviennent, recréant un trilemme entre soutenabilité des finances publiques, stabilité des prix et relance. Le retour du trilemme s'annonce douloureux, si le politique choisit de l'ignorer, mais il pourra être indolore si les décideurs préservent leur crédibilité et les institutions qui le garantissent.*

À la veille de la pandémie de COVID-19, des taux d'intérêt au plancher et une politique budgétaire emmurée par la dette laissaient à penser que les marges de manœuvre de la politique macroéconomique étaient minimales. Choc aux répercussions économiques aussi extrêmes que complexes, la pandémie créa l'unité dans l'action. L'activité privée étant contrainte par les mesures sanitaires, la réponse de politique économique ne pouvait passer que par les budgets publics. Les interventions monétaires non conventionnelles destinées à stopper l'émergence d'une spirale déflationniste permirent le recours massif à l'endettement public. Les deux instruments macroéconomiques traditionnels (monnaie et budget) suffirent donc à rencontrer trois impératifs : la protection de l'activité et des revenus, la stabilité des prix et la soutenabilité des dettes publiques. Aujourd'hui, alors que les effets de la crise sanitaire se dissipent, les signes du retour aux arbitrages difficiles pointent à l'horizon : le ménage à trois redevient trilemme. Entre préserver la soutenabilité des finances publiques, assurer la stabilité des prix et stimuler activement la croissance par la demande, il faut en sacrifier un. Ce retour du trilemme sera douloureux si les décideurs choisissent de l'ignorer ; il pourra être graduel si des engagements crédibles sur le moyen terme sont pris et si d'autres instruments que les leviers keynésiens sont utilisés.

#### **Avant la crise : peu de marge de manœuvre**

Fin 2019, il était légitime de s'inquiéter des capacités d'action monétaire et budgétaire en cas de retournement conjoncturel. Sur le plan monétaire, les banques centrales semblaient à bout de souffle. Avec une inflation obstinément inférieure à l'objectif officiel et des taux d'intérêt nominaux à leur plancher effectif—légèrement en-dessous zéro –, il était impossible de générer des taux d'intérêt réels susceptibles d'amener la consommation et l'investissement vers des niveaux compatibles avec la cible d'inflation. L'analyse dominante se résumait donc à un déficit structurel de demande.

Il faut savoir que pour accroître la demande, les banques centrales doivent maintenir le taux d'intérêt réel en dessous de son niveau « naturel, » le fameux  $r^*$  (ce taux hypothétique qui équilibre l'offre et la demande de fonds prêtables lorsque l'économie tourne au plein emploi). Le taux naturel peut être estimé

---

<sup>1</sup> Les opinions exprimées ici appartiennent à l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque Nationale de Belgique ou du Comité Budgétaire Européen.

et servir de boussole à la politique monétaire. Bien qu'une banque centrale ne puisse directement piloter que les taux d'intérêt nominaux, les taux réels ne sont jamais loin dès lors que l'inflation attendue reste suffisamment stable (« bien ancrée »).

Depuis le début du siècle, les estimations de  $r^*$  affichent une tendance décroissante, avec pour résultat une compression de la marge d'assouplissement monétaire conventionnel (Graphique 1). Les causes de ce recul sont une conjonction de facteurs qui poussent l'épargne vers le haut et tirent l'investissement vers le bas. Parmi ces facteurs, on trouve le vieillissement de la population ou l'accroissement des inégalités de revenus. Dès lors que les taux nominaux ne peuvent être fortement négatifs et que l'inflation attendue reste faible, le taux d'intérêt réel a aussi un plancher. L'écart entre ce plancher et  $r^*$  définit « l'espace monétaire conventionnel. »

C'est ce rétrécissement des marges conventionnelles, surtout depuis la crise de 2008, qui explique le recours à des instruments non-conventionnels, au premier rang desquels se trouvent les programmes d'assouplissement quantitatif (achat de titres en échange de réserves bancaires) ou la formulation d'indications prospectives sur la politique monétaire (« *forward guidance* »). D'après Bernanke (2020), ces nouveaux instruments auraient permis de regagner l'équivalent de 200 à 300 points de base d'espace conventionnel, soit à peu près le terrain perdu depuis l'an 2000.

**Graphique 1 : La fonte de l'espace monétaire conventionnel dans la zone euro (2000-2019) : distance entre  $r^*$  et son plancher (en %)**

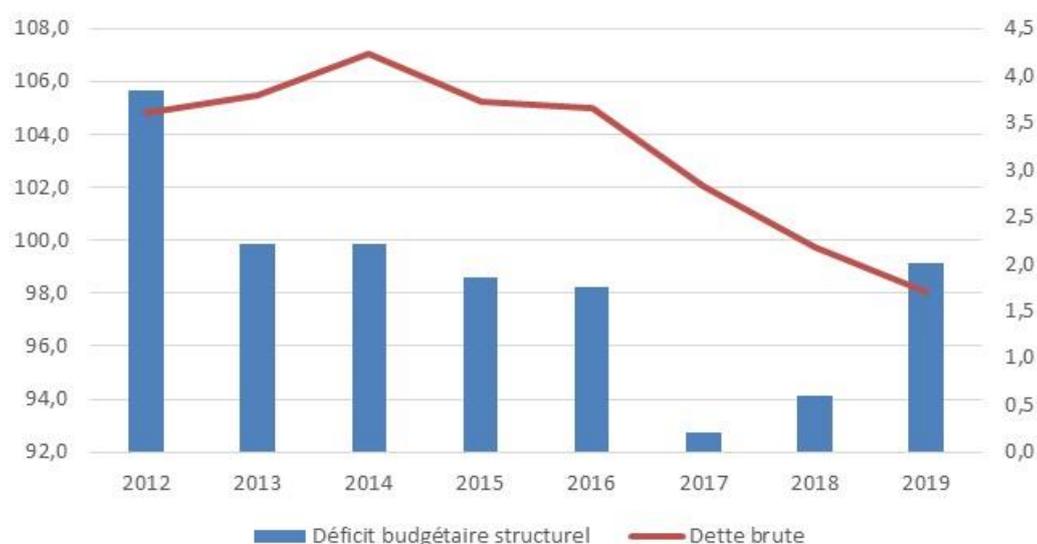


Source : BNB, Rapport annuel 2019

Note : Le plancher, supposé constant sur la période, est calculé sur base d'un taux nominal minimum de -0,50% et d'une inflation attendue annuelle de 1,75%

Sur le plan budgétaire, la situation n'était guère meilleure. La décrue des dettes publiques héritées de la crise de 2008 s'amorçait à peine, alors qu'en Belgique, le déficit structurel était reparti à la hausse dès 2018. Pour compliquer le tout, une croissance nominale faible ne contribuait pas à la réduction « organique » du taux d'endettement. La maxime selon laquelle « il faut réparer le toit tant que le soleil brille » resta, comme souvent, lettre morte. L'espace budgétaire semblait donc fort restreint lui aussi.

**Graphique 2 : Belgique, dette publique brute et déficit structurel (en % du PIB, respectivement échelle de gauche et échelle de droite)**



Source : FMI, Fiscal Monitor, avril 2021

### **Le retour du *policy mix* ?**

Face à cette situation, l'idée d'utiliser les politiques monétaires et budgétaires en tandem refaisait surface (Bartsch et al., 2020). En effet, ces deux instruments sont complémentaires par rapport à la stabilisation macroéconomique. D'une part, ils agissent conjointement sur la demande agrégée. D'autre part, la politique monétaire, en modulant le coût et la quantité de crédit disponible, influence directement l'espace budgétaire.<sup>2</sup>

Cette complémentarité, qui donne naissance à la notion de *policy mix*, n'est pourtant que *technique*. D'un point de vue *stratégique*, la stabilité macroéconomique incombe à la banque centrale qui cherche à minimiser l'écart entre l'activité observée et son niveau potentiel. Lorsque le cycle des affaires reflète les fluctuations de demande, plein emploi et stabilité des prix vont de pair. C'est la « coïncidence divine » en vertu de laquelle une baisse des taux d'intérêt pendant une récession contribue à atteindre les deux cibles simultanément.

Les finances publiques, quant à elles, servent principalement les objectifs d'efficacité économique et d'équité distributive. Les instruments budgétaires sont par nature fortement redistributifs, ce qui exige un contrôle politique direct. Bien que la politique budgétaire incorpore des stabilisateurs automatiques (recettes fiscales et transferts sociaux), lisser le cycle des affaires n'est pas sa vocation première. En réalité, la politique budgétaire fût souvent déstabilisatrice (procyclique). Nombreux sont les cas où des mesures d'austérité aggravèrent un ralentissement économique en cours ; et encore plus fréquents sont les cas où les surcroûts de recettes fiscales engrangés en haut de cycle minent la maîtrise des dépenses (les effets de « cagnotte »).

<sup>2</sup> Formellement, l'espace budgétaire se définit comme la capacité maximale d'emprunt d'un État sans causer de tension sur les marchés obligataires, c'est-à-dire sans hausse significative des primes de risque.

Comme la banque centrale est régulièrement amenée à gommer les effets d'une politique budgétaire procyclique sur la demande, les deux instruments de pilotage macroéconomique sont des *substituts stratégiques*. Concrètement, une politique budgétaire procyclique induit des taux d'intérêt plus élevés que nécessaire en haute conjoncture et plus bas que souhaité en basse conjoncture. La procyclicité budgétaire étant surtout une caractéristique des phases d'expansion du cycle des affaires, un *policy mix* dissonant prend fréquemment la forme d'une politique monétaire trop restrictive et d'une politique budgétaire trop laxiste (Bartsch et al. 2020).

### **Crise COVID-19 : Monsieur Keynes sur l'Île Fantastique**

Les mesures sanitaires décidées en mars 2020 pour faire face à la pandémie étranglèrent l'économie d'un double choc d'offre et de demande aux proportions inédites (Graphique 3). Dès le début, il était clair que la seule réponse de politique économique efficace était de nature budgétaire. De toute évidence, encourager les consommateurs à envahir les magasins ou les investisseurs à prendre des risques eût été vain. C'est donc à grands coups d'allègements fiscaux et de transferts qu'il fût décidé de protéger les capacités de production, d'amortir les pertes de revenus et de préserver les relations employeur-employé pour préparer le rebond dès la levée des restrictions à la mobilité.

C'est donc aussi naturellement que banques centrales et trésors convergèrent sur un *policy mix* congruent. Les autorités monétaires voulaient éviter une spirale déflationniste incontrôlable tandis que les trésors devaient jouer leur rôle d'assureur en dernier ressort auprès des citoyens et des entreprises pour maintenir le tissu économique en vie durant son hibernation forcée. C'est à travers la seule politique budgétaire que la banque centrale pouvait espérer stabiliser l'économie et les prix. Ainsi, même à Francfort, faciliter cet activisme budgétaire d'une ampleur exceptionnelle allait de soi. Comme sur l'Île Fantastique, tout devait être possible !

L'importance pour les banques centrales de créer rapidement l'espace nécessaire au déploiement de l'arsenal budgétaire constitua un changement radical de la nature de l'interaction stratégique avec les trésors : la substitution fit place à la *complémentarité stratégique*. La suspension de l'application des règles budgétaires européennes et le programme d'achat d'urgence de la BCE (PEPP) rendirent ce *policy mix* possible aux quatre coins de la zone euro, indépendamment de l'état des finances publiques. Stabilisation macroéconomique, stabilité des prix et soutenabilité des dettes publiques formaient alors un ménage à trois parfaitement opportuniste.

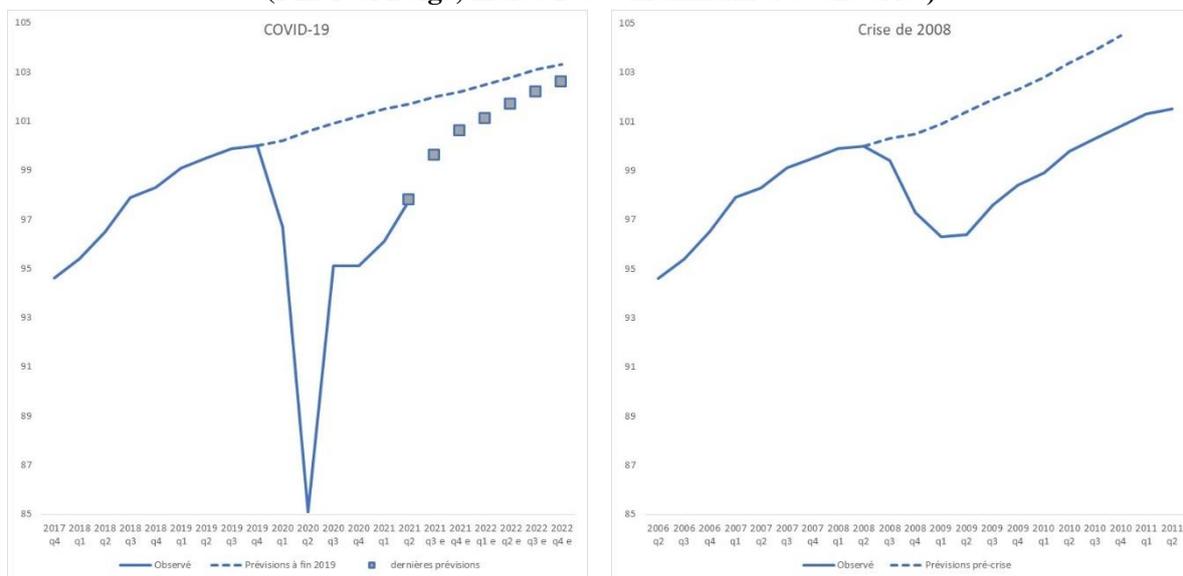
Cette interprétation de l'interaction stratégique entre monnaie et budget n'est pas une simple curiosité théorique. Elle traduit le fait que ce *policy mix* congruent est survenu dans le respect des mandats et de l'indépendance opérationnelle de chaque institution, c'est-à-dire sans coordination explicite (une coordination d'ailleurs interdite par les Traités européens). Il n'a donc jamais été question de monétisation, de planche à billets ou de dominance budgétaire.<sup>3</sup> Il n'y a eu aucun changement de régime, ni même d'amendement au cadre institutionnel organisant le partage des tâches entre banques centrales et trésors.

---

<sup>3</sup> Certains, comme Jacobson et al. (2019), dans le cadre de la théorie fiscale du niveau des prix, franchissent le Rubicon en suggérant que le trésor devrait s'engager à générer des déficits budgétaires importants jusqu'à ce que l'inflation revienne durablement vers sa cible, la politique monétaire se bornant à garder des conditions financières accommodantes jusqu'au retour de l'inflation.

D'un point de vue macroéconomique, la gestion de cette crise atypique fût un succès. La levée des principales restrictions à la mobilité libéra rapidement la demande, déclenchant une reprise vigoureuse de l'activité et de l'emploi. Le contraste avec l'après crise financière de 2008 est saisissant (Graphique 3) et appelle à la prudence dans toute analyse comparative des deux crises.

**Graphique 3 : Anatomie comparée de deux crises : COVID-19 et 2008  
(PIB réel Belge, indice 100 = maximum d'avant crise)**



Source : Coppens et al. (2021)

### L'après-crise et le retour des arbitrages

La bonne gestion macroéconomique du choc pandémique fait que les conditions ayant présidé à la forte congruence du *policy mix* sont appelées à disparaître. Si cette crise ne ressembla à aucune autre, la reprise ne ressemblera, elle non plus, à aucune autre, et sûrement pas à la lente remontée d'après 2009. Ce manque de visibilité sur la trajectoire future de l'économie complique singulièrement la normalisation des politiques de soutien initiées au printemps 2020.

Il y a néanmoins une certitude : le « ménage à trois » éclatera tôt ou tard. La vigoureuse reprise de la demande s'est rapidement heurtée au redémarrage plus lent de l'offre. Une constellation de « chocs d'offre » d'ampleur et de durée incertaines est apparue, créant des rationnements quantitatifs et de fortes hausses de prix. Certaines de ces contraintes, telles que l'inélasticité de l'offre de matières premières à court terme (en particulier l'énergie), sont bien connues. D'autres le sont beaucoup moins et surprennent, comme la persistance de goulots d'étranglement concentrés en amont de chaînes de valeurs mondiales complexes et conçues beaucoup plus pour l'efficacité que pour la résilience. En outre, des changements discrets dans les habitudes de consommation durant la pandémie ont causé des tensions sectorielles (semi-conducteurs ou pâte à papier) contribuant à la résurgence de l'inflation.

Pour la politique monétaire, évaluer l'inertie de ces frictions d'offre est essentiel pour anticiper la trajectoire d'inflation à moyen terme. Si beaucoup de ces frictions sont appelées à disparaître, d'autres ne se résoudront que progressivement, par des investissements destinés à adapter les chaînes de valeur. Par ailleurs, les firmes sont aujourd'hui décomplexées par rapport au fait d'augmenter leur prix, signant

peut-être un retour du « *pricing power* ». Quant au marché du travail, les fortes tensions déjà visibles sur plusieurs segments pourraient rééquilibrer les négociations salariales en faveur des travailleurs, rendant ainsi plus probables les boucles prix-salaires.

Si la poussée inflationniste devait durer plus longtemps que prévu, la BCE réduirait ses achats sur le marché obligataire et relèverait ses taux directeurs plus rapidement pour juguler l'auto-alimentation du choc inflationniste. Ne pas s'y résoudre poserait ouvertement la question de la crédibilité de la cible d'inflation. Le renchérissement du crédit résultant du resserrement monétaire (y compris l'effet d'une décompression des primes de risque) pourrait soit compliquer la stabilisation de la dette publique soit forcer un recalibrage des plans de relance.<sup>4</sup>

En résumé, le ménage à trois est redevenu trilemme. Entre promouvoir la relance par les déficits publics, assurer la stabilité des prix et préserver la soutenabilité de la dette, une de ces priorités doit être sacrifiée. Le plus futile serait d'ignorer la contrainte de soutenabilité de la dette et revenir initialement à un *policy mix* dissonant fait de laxisme budgétaire et de contraction monétaire. Tôt ou tard, les marchés obligataires forceraient un arrêt brutal des politiques de relance pour garantir la soutenabilité. On pourrait aussi préserver la relance par les déficits et la soutenabilité de la dette. Mais la banque centrale devrait alors abandonner sa cible d'inflation, permettant au passage l'érosion de la valeur réelle de la dette. Ce serait la dominance budgétaire. Enfin, on pourrait sacrifier la relance par les déficits pour garantir la soutenabilité de la dette publique et la stabilité des prix. C'est l'option « orthodoxe » qui fût choisie en 2011 dans la zone euro.

Une répétition de 2011 n'est ni souhaitable ni inévitable. Pour ce faire, les décideurs doivent prendre des engagements crédibles adossés à des garanties institutionnelles précises. Pour les banques centrales, cela impose une communication aussi transparente que possible au sein des cadres de politique monétaire récemment réformés. Pour les Etats, cela signifie se tenir à des règles budgétaires plus simples et suffisamment flexibles fixant un cap réaliste pour les finances publiques. L'inévitable arbitrage entre relance et soutenabilité sera d'autant moins serré que les gouvernements parviendront à refléter les priorités de la relance dans la composition de la dépense publique plutôt que dans la taille des déficits, et à mettre en œuvre les nécessaires réformes structurelles, notamment au niveau du système de pension et du fonctionnement du marché du travail.

Alors que l'urgence économique créée par la crise sanitaire s'estompe, les décideurs politiques font face à une incertitude exceptionnelle. Plus que jamais, il importe d'inscrire les choix politiques dans des cadres institutionnels cohérents et lisibles afin de clarifier les trajectoires voulues et les réponses politiques envisagées en cas de choc. La politique monétaire adoptera probablement une approche de « gestion de risque » (*risk-management approach*) où l'on fera preuve de « patience » face à des pressions inflationnistes décrites comme principalement « temporaires ». Le défi consistera à déterminer puis à communiquer clairement les conditions qui amèneraient à changer de cap. Les gouvernements devront quant à eux basculer le financement de la relance vers des fonds libérés de programmes non prioritaires plutôt que des fonds empruntés et mettre en œuvre les nécessaires réformes d'offre et de finances publiques.

---

<sup>4</sup> L'allongement récent de la maturité moyenne des dettes publiques offre cependant une protection importante contre les effets budgétaires du renchérissement du crédit.

## **Bibliographie**

Bartsch, E, A Bénassy-Quéré, G Corsetti and X Debrun (2020), *It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*, Geneva Report on the World Economy N° 23, London: Center for Economic Policy Research.

Bernanke, B (2020), “The New Tools of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 110 (4): 943-983.

Coppens, B, G Minne, C Piton and C Warisse (2021), “The Belgian Economy in the Wake of the COVID-19 Shock”, *Economic Review*, Brussels: National Bank of Belgium.

Jacobson, M, E Leeper, and B Preston (2019), *Recovery of 1933*, NBER Working Papers N° 25629, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.

Summers, L (2020), “Accepting the Reality of Secular Stagnation”, *Finance and Development*, 57(1): 17-19.