

Interdépendances entre la politique monétaire et la politique budgétaire

L'ESSENTIEL

Politique budgétaire et **politique monétaire** sont deux **politiques dites macroéconomiques et conjoncturelles**. Elles sont menées par des acteurs différents qui sont indépendants l'un de l'autre. Cette indépendance ne signifie pas pour autant que ces politiques ne sont pas interdépendantes. En effet, toutes deux agissent sur l'économie et leurs interdépendances se manifestent dans leurs **effets réciproques** ou les **contraintes** que l'une peut exercer sur l'autre.

La politique est **macroéconomique** car elle influence les variables agrégées (consommation des ménages, investissement des entreprises, PIB, emploi, etc.). Elle est **conjoncturelle** car elle agit à court terme. Dans la terminologie de Richard Musgrave, les politiques macroéconomiques conjoncturelles ont, entre autres, une fonction de régulation (stabilisation) de la conjoncture.

Les **instruments** des politiques macroéconomiques conjoncturelles sont **de nature diverse** (fiscalité, dépenses publiques, taux d'intérêt, etc.) et **leurs effets se diffusent via les composantes de la demande globale**, également appelée demande agrégée (consommation des ménages, investissement des entreprises, exportations nettes des importations).

La **politique budgétaire**, menée par le gouvernement, désigne l'ensemble des actions visant à agir sur la situation macroéconomique en utilisant le budget des administrations publiques. Celui-ci comprend les **recettes publiques** qui sont composées pour l'essentiel des prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales), et les **dépenses publiques** qui correspondent aux dépenses de fonctionnement, sociales et d'investissement. Les recettes publiques et les nouveaux emprunts publics permettent de financer les dépenses publiques. L'impact du solde budgétaire englobe deux types d'actions : la stabilisation automatique et la politique discrétionnaire.

- **La stabilisation automatique** décrit la réaction spontanée et stabilisante du budget des administrations publiques, suite à une hausse ou baisse de la demande. Quand la croissance est faible ou négative, les dépenses publiques augmentent spontanément (indemnisation du chômage notamment) et les recettes de l'État diminuent. Cela a un effet automatiquement positif sur la consommation et l'investissement en redonnant

du pouvoir d'achat aux ménages et aux entreprises. Inversement, quand la croissance accélère, l'effet est opposé. Les dépenses publiques baissent (moins d'indemnisation du chômage) et les recettes publiques augmentent. Cela a un effet automatiquement négatif sur la consommation et l'investissement en réduisant le pouvoir d'achat des agents économiques.

- **La politique discrétionnaire** exprime la volonté délibérée de modifier les dépenses publiques et les prélèvements obligatoires (par exemple en modifiant le taux d'impôt sur le revenu pour les ménages et le taux d'impôt sur les sociétés pour les entreprises) afin d'influencer la demande globale, l'activité, l'emploi, le chômage.

La **politique monétaire**, menée par la banque centrale, a pour principal objectif le maintien de la **stabilité des prix** (définie par la BCE par un taux d'inflation autour de 2% par an sur le moyen terme, ce qui concourt à la croissance de l'économie). Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le Système européen de banques centrales apporte son soutien aux politiques économiques de l'Union. L'action de la banque centrale consiste à contrôler la quantité de monnaie en circulation et son prix. L'instrument principal de la politique monétaire est le **taux d'intérêt directeur** (taux principal des opérations de refinancement des banques). Les variations du taux d'intérêt directeur se **transmettent** aux taux du marché monétaire (au jour le jour) et aux taux d'intérêt que les banques appliqueront lors de leurs opérations de crédit aux entreprises et aux ménages. Ses effets transitent aussi par les marchés financiers et le canal des anticipations d'inflation des agents économiques.

La politique budgétaire et la politique monétaire :

- **sont décidées et mises en œuvre par des autorités institutionnelles différentes** : États pour la politique budgétaire, et banque centrale pour la politique monétaire. Dans la zone **euro**, la politique monétaire est unique, mais les politiques budgétaires sont nationales et encadrées par des règles budgétaires européennes. La politique monétaire est indépendante, c'est-à-dire que ni la BCE ni les banques centrales nationales ne peuvent solliciter ni accepter des instructions venant des institutions de l'Union européenne ou des gouvernements. En outre, le financement monétaire (monétisation) des États est strictement interdit.

.../...

- **influencent les décisions des agents économiques** (consommation, investissement, crédit, etc.) par **différents canaux** (fiscalité, dépenses publiques, taux d'intérêt, endettement à crédit).

- **peuvent s'influencer mutuellement** : la politique monétaire modifie les conditions financières : les coûts d'emprunt de l'État, plus indirectement la demande globale et les prix, mais aussi les recettes et les dépenses de l'État. La politique budgétaire influence indirectement le niveau des prix à la fois par ses effets sur la demande agrégée et sur l'offre agrégée (impact sur les capacités de production).

- **peuvent avoir deux types d'orientations** : expansionniste ou restrictive (voir Comprendre).

Le « **policy mix** » fait référence à la **combinaison des politiques budgétaire et monétaire**. Il permet d'aborder les **interdépendances dans leurs effets** sur l'activité qui peuvent se cumuler (combinaisons convergentes) ou se neutraliser (combinaisons divergentes) ainsi que

les **interdépendances dans les contraintes** qu'une politique peut faire peser sur les marges de manœuvre de l'autre.

Chacune des deux politiques doit rester crédible pour optimiser l'efficacité de l'autre. Ainsi, une politique budgétaire assurant une évolution « soutenable » de l'endettement public permet d'éviter **le risque de dominance budgétaire**, qui se traduit par une politique monétaire excessivement expansionniste, source potentielle d'inflation. Autre illustration : une politique monétaire adaptée et équilibrée contribue à limiter la hausse des taux d'intérêt et donc le coût de la [dette publique](#).

Les crises récentes traversées par la zone euro ([crise de 2008](#), [crise des dettes souveraines de la zone euro](#), [crise sanitaire](#)) ont mis en lumière une **dépendance réciproque accrue entre les politiques budgétaire et monétaire**. En effet, pour surmonter les difficultés et être plus efficaces, ces politiques doivent être mutuellement cohérentes.

COMPRENDRE

Comprendre la coordination européenne des politiques budgétaires par la règle ou le choix

Depuis la création de l'euro en 1999, la coordination des politiques budgétaires dans la zone euro relève surtout de la règle. L'objectif est de limiter les déficits et dettes excessifs (pacte de stabilité et de croissance, pacte budgétaire européen ou traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance – TSCG) et éviter les comportements de passager clandestin, sources d'externalités financières négatives (par exemple, une hausse des taux sur la dette souveraine d'un État entraînant une hausse des taux pour l'État d'un pays voisin car les titres sont émis dans la même monnaie).

L'existence de ces règles budgétaires (nécessaires en union monétaire) **a vocation à renforcer durablement la crédibilité** de la maîtrise du niveau et de la dynamique des finances publiques (déficits et dettes), tout en permettant à la politique budgétaire de jouer son rôle en matière de stabilisation (automatique ou discrétionnaire), aidant ainsi la politique monétaire à contrôler la stabilité des prix.

Dans la zone euro, selon les traités, la coordination entre les politiques budgétaires nationales et la politique monétaire unique **est interdite**. De surcroît, l'existence d'une asymétrie d'échelle, entre une autorité monétaire unique pour la zone euro et des États ayant des compétences au niveau national, rend la coordination des politiques macroéconomiques conjoncturelles difficile :

D'une part, la politique monétaire unique s'applique à des économies hétérogènes, alors que les politiques budgétaires sont nationales et doivent s'adapter à ces situations hétérogènes (dans le cadre fixé par les règles budgétaires communes). Les politiques budgétaires jouent ainsi un rôle important face à des chocs asymétriques (chocs affectant seulement certaines économies).

D'autre part, un renforcement de la coordination des politiques budgétaires nationales pourrait s'avérer utile en cas de chocs communs (comme la crise sanitaire) pour assurer la stabilisation au niveau européen ou lorsque la politique monétaire unique a largement épuisé sa marge de manœuvre et les taux d'intérêt nominaux sont déjà à un niveau très bas.

La coopération entre États, par les choix discrétionnaires des politiques budgétaires nationales, pourrait sembler préférable pour réduire les coûts et améliorer les rendements individuels et collectifs des politiques budgétaires, mais les incertitudes politiques (liées, par exemple, aux différents calendriers électoraux) rendent l'exercice difficile.

Pour autant, en raison des interdépendances entre politique budgétaire et monétaire d'une part et des interdépendances entre économies d'autre part, **un manque structurel de coordination peut avoir des effets importants** sur les niveaux respectifs de croissance, d'emploi, de chômage, d'inflation, des taux d'intérêt.

COMPRENDRE

Comprendre les effets des différents policy mix

Les combinaisons des politiques budgétaire et monétaire peuvent être convergentes ou divergentes. Elles sont convergentes lorsque leurs orientations vont dans le même sens (expansionniste ou restrictif). Elles sont divergentes lorsque l'une est expansionniste et l'autre restrictive.



Note : raisonnement « toutes choses égales par ailleurs », et notamment à contexte international stable et déficit commercial limité.

(*) Creusement du déficit budgétaire et hausse de la dette publique.

(**) Risque d'effet boule de neige de l'endettement public si le taux d'intérêt de la dette est supérieur au taux de croissance du PIB.

COMPRENDRE

Comprendre le lien entre la dynamique des dettes souveraines et les politiques monétaires non conventionnelles

Face à l'enchaînement des crises depuis 2008, au risque de désancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro (soit la baisse des anticipations inflationniste), et, enfin, au constat que les mesures de politiques monétaires conventionnelles étaient devenues insuffisantes, l'Eurosystème a mis en place des mesures de politiques monétaires non conventionnelles, dont l'assouplissement quantitatif (*Quantitative easing*, QE).

Alors que les taux d'intérêt directs à court terme de l'Eurosystème étaient tombés en dessous de zéro, et ne pouvaient donc plus guère baisser, les mesures de QE ont visé à lutter contre le risque d'une inflation durablement trop faible en agissant sur les prix des actifs et les anticipations. Concrètement, le QE s'est traduit par des achats massifs et prolongés d'obligations souveraines et, dans une moindre mesure, privées. La banque centrale a acheté ces titres contre de la monnaie centrale nouvellement créée (augmentation de la base monétaire). Ces achats massifs ayant porté principalement sur des obligations souveraines, la forte

hausse de la demande d'obligations a fait augmenter leur cours (effet rareté) et fait baisser les taux d'intérêt à moyen et long terme. C'est l'effet balançoire : lorsque le cours d'une obligation augmente, son rendement (c'est-à-dire son taux d'intérêt) baisse. *In fine*, le QE a entraîné une **baisse des taux d'intérêt** et du coût des emprunts, **y compris à long terme**.

Grâce à la baisse des taux, en particulier des taux long terme, le QE a facilité l'accès des ménages, des entreprises et des États aux capacités de financement dont ils avaient besoin pour couvrir leurs dépenses (consommation et investissement). Toutes choses égales par ailleurs, cela a favorisé la croissance économique et le retour à la stabilité des prix, avec l'éloignement du risque de déflation. **Pour les États, l'assouplissement quantitatif a indirectement et transitoirement permis de rendre plus soutenables le niveau et la dynamique des dettes souveraines même si ce n'était pas l'objectif**. De fait, dès que le risque d'une inflation trop élevée a remplacé celui d'une inflation trop basse, la BCE a freiné puis arrêté son principal programme d'achats d'actifs et engagé ensuite une réduction du stock d'actifs qu'elle détient, on parle alors de resserrement quantitatif (*Quantitative Tightening*, QT).

COMPRENDRE

Comprendre les enjeux des interdépendances en économie ouverte

Voici quelques exemples d'interdépendances entre les politiques budgétaires nationales et la politique monétaire des banques centrales **en économie ouverte**, et surtout **en union monétaire** :

- Une politique budgétaire très expansionniste dans un pays A peut favoriser l'expansion dans le pays A et chez ses partenaires, mais peut également provoquer une hausse des taux d'intérêt longs (sur les titres de dette souveraine) dans le pays A, et par contagion, dans d'autres pays ;
- Des politiques budgétaires expansionnistes coordonnées peuvent être plus efficaces et moins coûteuses aux niveaux national et européen car les effets positifs se cumulent ;
- Les politiques budgétaires expansionnistes peuvent être facilitées par les interventions de la banque centrale sur les marchés obligataires qui permettent de faire baisser ou de maintenir à un niveau faible les taux long terme ;

La **coordination** des politiques macroéconomiques peut être souhaitable **en économie ouverte**, que ce soit dans le cadre d'un processus d'**intégration régionale** (Union européenne et zone euro) ou dans celui de la **mondialisation**, en raison des **interdépendances** entre économies (commerce international, croissance, emploi, etc.).

UN PEU D'HISTOIRE

- **1968** Milton Friedman souligne le caractère inflationniste des banques centrales dépendantes du pouvoir politique.
- **1977** Kydland et Prescott évoquent l'incohérence temporelle des politiques économiques.
- **Années 1970** Mouvement d'indépendance des banques centrales enclenché.
- **1993** La Banque de France devient indépendante avec la loi du 4 août 1993.
- **1999** La BCE est indépendante dès sa création en 1999.

POUR EN SAVOIR PLUS

À lire

- **Politiques budgétaires et monétaire dans une union monétaire**, BCE
- **Interactions politique monétaire et politique budgétaire : les défis post pandémie**, Blog éco, Banque de France
- **Le Policy mix de la zone euro ; un équilibre intrinsèquement instable**, Institut Jacques Delors, Pierre Jaillet
- **Règles budgétaires européennes : comment atterrir?**, Direction générale du Trésor, Agnès Benassy-Quéré
- **Pour une refonte du cadre budgétaire européen**, Conseil d'analyse économique, Philippe Martin, Jean Pisany-Ferry, Xavier Ragot

À voir

- **La politique budgétaire**, Citeco