

La BCE doit-elle s'inquiéter de l'augmentation récente de l'inflation ?

[Christophe](#)

[Blot](#), Caroline Bozou et [Jérôme](#)

[Creel](#)

En août 2021, l'inflation dans la zone euro a atteint 3 % en glissement annuel. Un tel niveau n'avait pas été observé depuis novembre 2011 et dépasse la cible de 2 % que s'est fixée la BCE. Cette dynamique récente est en partie tirée par le prix du pétrole mais on observe dans le même temps un rebond de l'inflation sous-jacente, qui exclut du calcul les indices des prix de l'énergie et du secteur alimentaire. L'inflation aux États-Unis renoue également avec des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis plusieurs années, ce qui y alimente le débat sur un potentiel retour du risque inflationniste. De par leur mandat orienté vers la stabilité des prix, il est légitime que les banques centrales s'interrogent sur les sources de ce retour de l'inflation. Dans un document récent en vue de la préparation du [Dialogue monétaire entre le Parlement européen et la BCE](#), nous discutons cependant du caractère temporaire plutôt que permanent de cet épisode d'inflation.

L'évolution récente de l'inflation ne peut être dissociée de la conjoncture économique, actuellement encore fortement marquée par la crise sanitaire. Après une forte chute de l'activité – le PIB s'est contracté de 6,5 % en 2020 –, les performances macroéconomiques de la zone euro restent erratiques. La crise a été sans précédent à la fois par son ampleur mais aussi par ses caractéristiques sectorielles et par la nature des chocs qui ont affecté les économies de la zone euro. En effet, la crise de la Covid-19 se caractérise à la fois par un choc négatif d'offre et de demande (voir [Dauvin et Sampognaro, 2021](#)).

Les éléments qui expliquent l'inflation actuelle semblent être de nature temporaire. Un examen des données récentes suggère en effet que la hausse de l'inflation serait principalement liée aux prix de l'énergie, aux modifications des taux d'imposition de la TVA et à la reprise qui suit la récession annuelle la plus spectaculaire depuis la Seconde Guerre mondiale (figure 1). Pour autant, à un niveau désagrégé, il semble que pour la plupart des biens, les prix sont souvent inférieurs au niveau de décembre 2019 tandis que les prix de certains services sont plus élevés (figure 2).

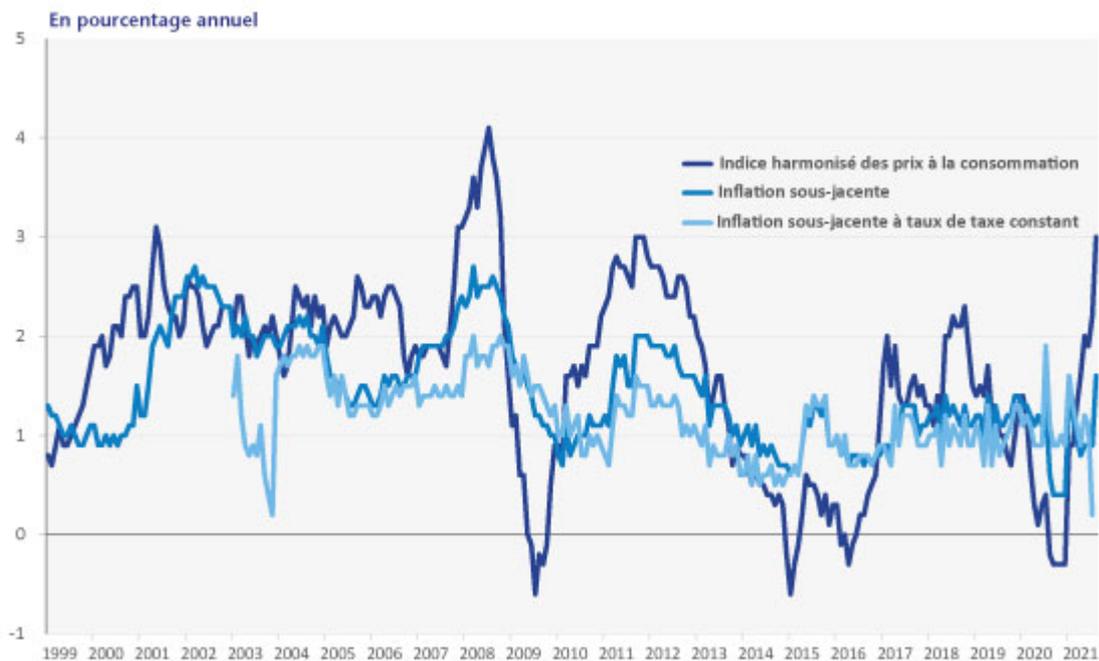
Il n'en reste pas moins que les facteurs qui pourraient influencer l'inflation à moyen terme sont nombreux et laissent

planer quelques incertitudes sur les tensions à venir. Le choc de demande résultant des mesures de relance budgétaire européenne et des pressions sur le marché du travail devrait être faible. Le coût en termes d'inflation d'une baisse du chômage dans la zone euro est désormais très bas – on parle d'aplatissement de la courbe de Phillips, voir [Bobeica, Hartwig, et Nickel \(2021\)](#) – et le niveau « élevé » des emplois vacants l'est moins qu'en 2018 alors qu'aucune crainte d'un retour de l'inflation n'était alors évoquée. Toutefois, les pressions inflationnistes dues au comportement de désépargne des agents pourraient présenter une trajectoire plus incertaine. Une poussée de la demande pourrait alimenter de futures hausses de prix, surtout si les difficultés d'ajustement de l'offre, observées récemment dans certains secteurs, persistaient. Du côté des difficultés d'approvisionnement et de la hausse des coûts du transport maritime, la corrélation forte de ces derniers avec le prix du pétrole laisse imaginer une baisse lors des deux prochaines années (voir le bulletin de la [US Energy Information Administration](#)).

Pour autant, si on se place dans une perspective plus longue, on peut observer que cette remontée d'inflation ne permet en aucun cas de compenser les nombreuses années au cours desquelles l'inflation fut inférieure à la cible de 2% (figure 3). Ainsi, tant que la poussée observée ces derniers mois reste contenue, ce retour de l'inflation pourrait plutôt être

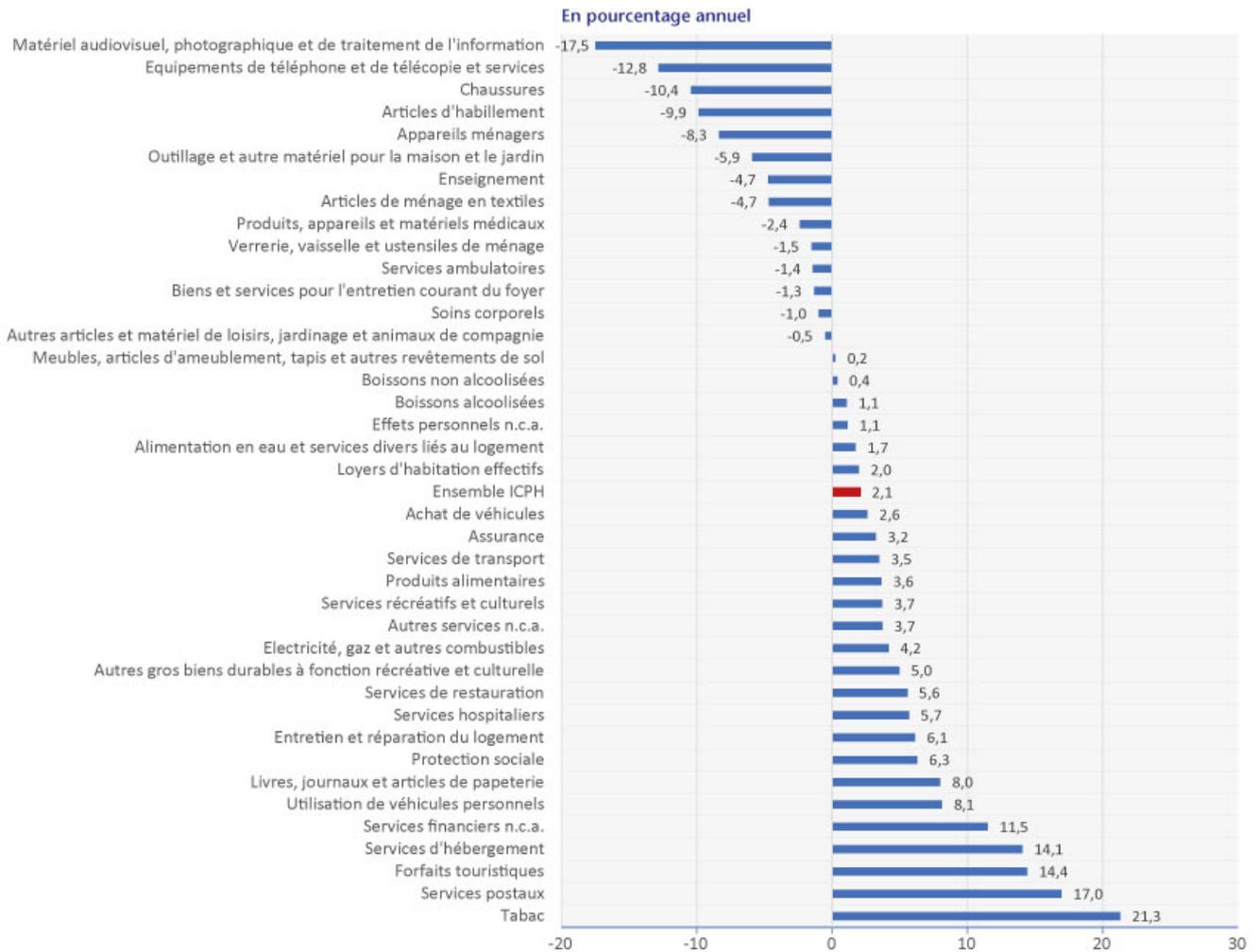
perçu comme une bonne nouvelle par la BCE lui permettant d'atteindre enfin sa cible et même éventuellement de rattraper les sous-ajustements passés.

Graphique 1. Inflation dans la zone euro



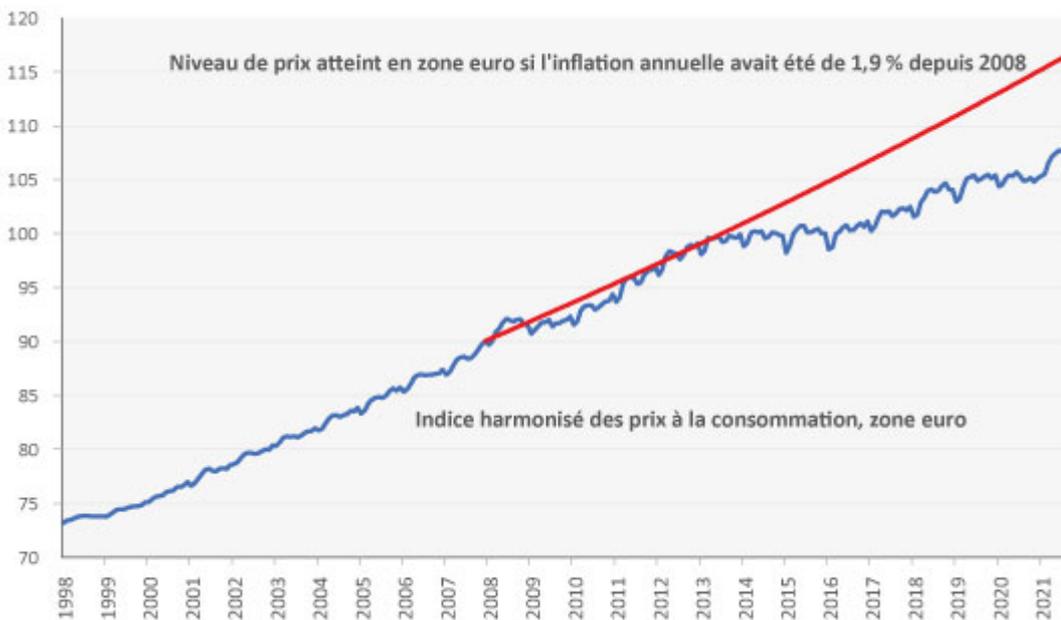
Source : Eurostat.

Graphique 2. Hausses et baisses de prix au niveau désagrégé depuis décembre 2019



Source : Eurostat.

Graphique 3. Niveau de prix réalisé et ciblé, zone euro



Source : Eurostat.

Une élection allemande placée sous le signe de la transition écologique

par [Céline Antonin](#)

Alors que l'économie allemande a mieux résisté que celle des pays européens voisins en 2020, avec une baisse du PIB de « seulement » de 4,9% – contre 6,4 % en zone euro et 7,9 % en France –, elle semble repartir moins fort. Au deuxième trimestre 2021, l'Allemagne affiche toujours un PIB inférieur de 3,3 % à son niveau d'avant-crise, un chiffre quasi-identique à celui de son voisin français (-3,2 %).

Dans ce contexte économique toujours marqué du sceau de la pandémie, l'Allemagne s'apprête à écrire, le 26 septembre 2021, une nouvelle page de son histoire politique après les seize années de mandat d'Angela Merkel. La CDU, parti de centre-droit, est au cœur de la vie politique allemande depuis 1949 et totalise 50 années de participation aux gouvernements de coalition. Demeurera-t-il le premier parti au sein du

Parlement ? Rien n'est plus incertain : Armin Laschet, successeur d'Angela Merkel à la tête de la CDU, a certes réussi à s'imposer en avril 2021 comme candidat de la droite allemande contre le Ministre-Président de Bavière Markus Söder, mais les divisions affichées par la droite ont fragilisé le parti, comme en témoigne le fort recul dans les intentions de vote de la CDU/CSU. Ainsi, au cours des six derniers mois, deux partis se sont disputés avec la CDU/CSU la tête des sondages : les Verts emmenés par Annalena Baerbock et, pour la première fois en 15 ans, le SPD. Ce dernier s'appuie sur la figure du ministre des finances sortant de la coalition CDU-SPD, Olaf Scholz, qui apparaît comme un centriste modéré, incarnant une forme de continuité par rapport au gouvernement actuel. Être en tête des élections revêt une importance considérable car le parti le plus important au Parlement brigue généralement la chancellerie.

Les possibilités de coalition sont nombreuses et les négociations s'annoncent complexes. Le scénario le plus probable est la poursuite de la grande coalition (CDU/CSU et SPD), expérimentée à trois reprises par Angela Merkel (2005-2009, 2013-2017 et 2018-2021). Cependant, une configuration de « coalition jamaïcaine » (CDU/CSU, Verts et FDP) est possible, de même qu'une « *Ampelskoalition* » (SPD, Verts et FDP), voire une coalition plus à gauche dans

laquelle le SPD s'allierait avec, entre autres, le parti de gauche *Die Linke*.

Lorsque l'on examine les programmes des trois principales formations politiques (voir **tableau**), un consensus fort se dégage autour de la transition écologique, principal thème de la campagne. Sur les autres thèmes, en revanche, on retrouve le clivage droite/gauche traditionnel. La CDU/CSU se fait le chantre de la compétitivité des entreprises en plaidant pour une baisse de l'impôt sur les sociétés et le plafonnement des coûts non salariaux, tandis que le SPD et les Verts souhaitent l'augmentation du salaire minimum, instauré en 2015. Par ailleurs, la CDU/CSU défend une fiscalité inchangée sur les ménages, tandis que le SPD et les Verts défendent l'idée d'une contribution accrue pour les ménages les plus aisés avec le rétablissement de l'impôt sur la fortune et un alourdissement de l'impôt sur le revenu pour les hauts revenus. Ce clivage se retrouve sur la question de l'intégration européenne, notamment dans ses aspects budgétaires.

Un fort consensus autour de la transition écologique

Un large consensus semble émerger au sein des principaux partis pour une politique de transition écologique ambitieuse. Si l'orientation est claire, l'ampleur et la rapidité de la mise en œuvre dépendront des partis qui formeront la prochaine coalition. Les trois

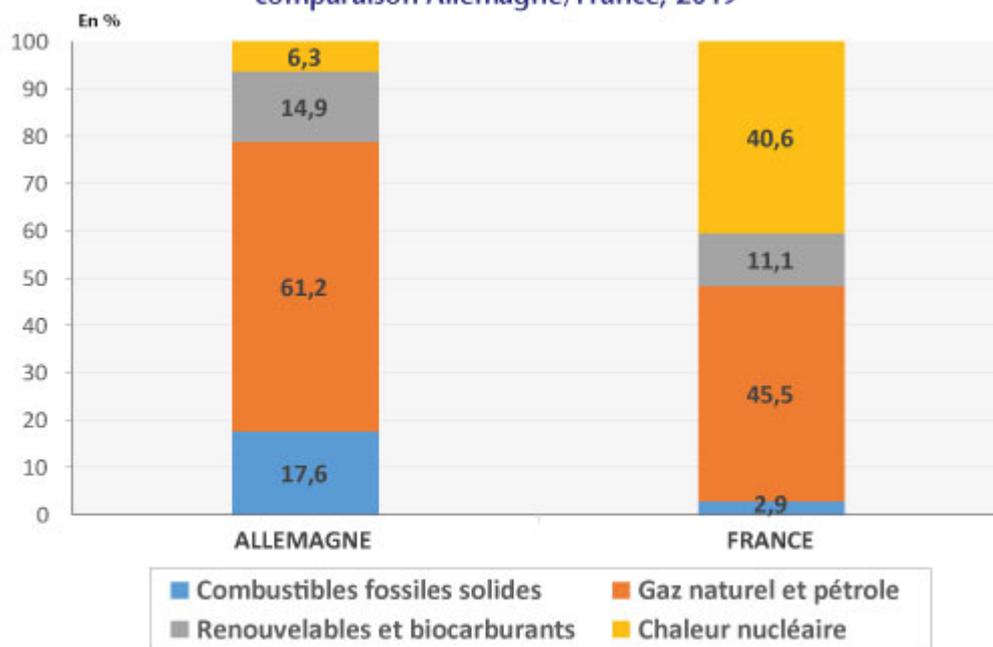
principaux partis ont confirmé leur engagement en faveur de la neutralité carbone : la CDU/CSU et le SPD se fixent l'échéance de 2045, année cible indiquée dans la loi sur la protection du climat votée par la coalition actuelle ; quant aux Verts, ils se fixent l'objectif d'atteindre la neutralité carbone en vingt ans. Le parti libéral (FDP) s'est quant à lui fixé une échéance plus lointaine, en 2050.

Pour atteindre cet objectif, il faut une profonde modification du mix énergétique actuel (**graphique**), qui repose en Allemagne à 78 % sur les énergies fossiles – contre 48 % en France. La CDU/CSU et le SPD veulent la disparition du charbon d'ici 2038 (2030 pour les Verts). Or, historiquement, l'Allemagne avait privilégié les sources de production fossiles, en particulier le charbon et le lignite qu'elle possède en abondance, ainsi que le gaz, essentiellement importé. Malgré une baisse importante au cours de la dernière décennie, le charbon représente encore 17,6 % de l'approvisionnement énergétique en 2019. Ayant annoncé en 2011 son choix de sortir du nucléaire^[1], elle ne peut donc que compter sur l'essor des énergies renouvelables. C'est pourquoi les grands partis souhaitent fortement augmenter leur part – actuellement autour de 15 % – dans le mix énergétique allemand. Le SPD souhaite que l'électricité provienne entièrement d'énergies renouvelables d'ici 2040 : or seul un tiers de l'électricité

est actuellement produite à partir des énergies renouvelables[2].

La stratégie retenue pour atteindre les objectifs environnementaux diffère néanmoins. Les Verts plaident pour une politique d'État très volontariste et prévoient 50 milliards d'euros d'investissement par an dédiés à la transition écologique. Les chrétiens-démocrates et le FDP privilégient le soutien à l'innovation et s'en remettent aux mécanismes de marché : ils souhaitent notamment étendre le marché des quotas d'émissions qui renchérit le prix du CO2 afin de préserver la compétitivité de l'industrie allemande.

Graphique 1. Décomposition de l'énergie disponible brute, comparaison Allemagne/France, 2019



Note : Hors déchets non renouvelables, électricité et chaleur, en raison de leur part cumulée inférieure à 1 % de l'énergie disponible brute.

Source : Eurostat.

Les éléments de divergence : compétitivité des entreprises, salaire minimum et fiscalité des ménages

Les clivages traditionnels

gauche/droite se retrouvent sur la question de la fiscalité des entreprises. La CDU/CSU, ainsi que son traditionnel partenaire libéral, le FDP, prônent la baisse du taux d'imposition des sociétés à 25 % au lieu de 30 %. La CDU/CSU entend également plafonner à 40% de la masse salariale les coûts non salariaux (le coin socio-fiscal), c'est-à-dire les prélèvements obligatoires et cotisations sociales payées par les employeurs et salariés. Le parti conservateur souhaite également supprimer la surtaxe de solidarité [\[3\]](#) (*Solidartätszuschlag*) pour les entreprises, contrairement au SPD et aux Verts qui souhaitent son maintien. Enfin, la CDU/CSU souhaite que le seuil de rémunération des *minijobs*, seuil qui permet l'accès à une couverture sociale, soit relevé de 450 à 550 euros.

Alors que les propositions de la CDU mettent l'accent sur l'allègement de la fiscalité pour les entreprises dans une optique de compétitivité accrue, le SPD et les Verts proposent de porter le salaire minimum à 12 euros de l'heure, soit une augmentation de 15 % par rapport au niveau prévu en juillet 2022 [\[4\]](#). Pour rappel, en 2020, le salaire minimum représente 51 % du salaire brut médian pour les salariés à temps plein en Allemagne, contre 58 % au Royaume-Uni et 61 % en France (source : OCDE). Une augmentation du salaire toucherait un nombre conséquent de salariés : d'après Schulten et Putsch (2019), entre 9 et 11 millions de salariés – soit entre

27 % et

30 % des salariés allemands – gagnent un salaire horaire inférieur ou égal au seuil de 12 euros[5].

Sur la question de la fiscalité des ménages, la CDU/CSU défend une fiscalité inchangée sur les hauts revenus, tandis que le SPD et les Verts défendent l'idée d'une contribution accrue pour les ménages les plus aisés avec le rétablissement de l'impôt sur la fortune et souhaitent une réforme de la progressivité de l'imposition sur le revenu. Les Verts se prononcent à la fois pour un allègement pour les faibles revenus (*via* une augmentation de l'abattement de base), et pour un alourdissement pour les revenus du haut de la distribution. Ils plaident ainsi pour le relèvement du taux marginal de 42 à 45 % à partir d'un revenu de 100 000 euros pour les célibataires et de 200 000 euros pour les couples mariés, et le relèvement du taux marginal de la tranche supérieure de 45% à 48% à partir de 250 000 euros pour un célibataire et 500 000 euros pour un couple marié – cette dernière proposition étant partagée par le SPD.

La problématique du logement est également prégnante : les trois partis proposent la construction d'un million à un million et demi de logements. Le SPD et les Verts souhaitent introduire le plafonnement des loyers tandis que la CDU souhaite favoriser l'accèsion à la

propriété.

La question de l'intégration européenne et de l'investissement public

La faiblesse de l'investissement public est un problème endémique en Allemagne : le discours allemand demeure en effet très marqué par l'importance de la vertu budgétaire qui bride les dépenses de l'État aux fins d'investissement. Ainsi, la part de l'investissement public dans le PIB n'a représenté que 2,3% en moyenne entre 1995 et 2020, contre 3,8% en France sur la même période ; par ailleurs la formation nette de capital fixe du secteur public a été négative pendant plusieurs années depuis 2004, c'est-à-dire que le montant de l'amortissement a été supérieur au montant des nouveaux investissements. Dans une étude conjointe de l'IMK et de l'IW[\[6\]](#), les besoins de financement dans les infrastructures sont estimés à 450 milliards d'euros sur les 10 prochaines années. La question de l'investissement public a refait surface à l'occasion de la crise de la Covid-19. Dès juin 2020, l'Allemagne a élaboré un plan de relance de grande envergure pour relever le pays de cette crise à la fois sanitaire et économique. Sur les 130 milliards d'euros – 4 points de PIB – alloués à ce plan, 50 milliards étaient dédiés au volet d'investissement

destiné à s'attaquer aux transformations structurelles.

L'investissement

public est au cœur de la campagne des législatives : les Verts prévoient

500 milliards d'euros – soit 17 % du PIB – d'investissement public au

cours des dix prochaines années, le SPD évoque également un montant de 50

milliards d'euros par an, et la CDU ne donne pas de chiffre précis. Les

objectifs sont relativement similaires, avec un accent mis sur la transition

écologique (hydrogène vert notamment), la numérisation, le domaine de la santé,

les infrastructures. Les financements ne sont pas toujours clairement définis.

En tout état de cause, cette attention portée à l'investissement public

implique des déficits plus élevés dans les prochaines années.

Ces déficits seront

difficilement réconciliables avec le retour à la règle d'or de l'endettement – suspendue pour cause de Covid –

en 2023^[7], sauf si l'investissement

est exclu du calcul du déficit, comme le demande le parti écologiste.

Cette

question de l'investissement public, commune à plusieurs pays européens, est liée

à la question de l'intégration européenne. Si l'Allemagne a, en 2020, accepté

le principe d'une mutualisation de la dette publique, c'est à la condition expresse

que ces sommes ne soient utilisées que pour de nouveaux investissements, et non

pour rembourser des dettes préexistantes. Ainsi, la crise de

la Covid-19 a entraîné un changement historique dans la position allemande vis-à-vis de l'intégration budgétaire. Le vote du cadre financier pluriannuel pour la période 2021-2027 et le fonds de relance européen « Next Generation EU » (NGEU) ont mis fin au tabou de la non mutualisation de la dette publique défendue par l'Allemagne. Ainsi, la Commission européenne a été chargée d'emprunter elle-même des fonds sur les marchés financiers afin d'alimenter le budget de relance – d'un volume financier total de 750 milliards d'euros maximum[8].

Pour autant, il ne faut pas se méprendre sur cette volte-face et cette solidarité budgétaire. Lors de sa déclaration gouvernementale du 18 juin 2020 au Bundestag, Angela Merkel a réaffirmé sa position : « *Le plan de relance de l'Europe fait explicitement référence à la pandémie, son action est ciblée et il est limité dans le temps* » [9].

La chancelière a ainsi tenu à souligner le caractère exceptionnel et la portée limitée du fonds de relance.

Sur la question de l'intégration fiscale et politique de l'UE, le paysage politique allemand est toujours divisé en deux camps. D'un côté le SPD, les Verts et la gauche prônent une intégration européenne toujours plus poussée à travers la refonte des règles budgétaires

européennes existantes. De l'autre, la CDU/CSU et le FDP considèrent que l'emprunt par émission d'obligations communes pour financer NGEU doit rester exceptionnel et temporaire et que l'Union européenne ne devrait pas se transformer en une union de la dette. Au contraire, le SPD souhaite une réforme du Pacte de stabilité et de croissance en faveur de l'investissement public et une véritable convergence fiscale. Les Verts souhaitent quant à eux intégrer le fonds européen de reconstruction dans le budget de l'UE et le pérenniser pour en faire un instrument d'investissement respectueux du climat à l'avenir.

Pour conclure ce tour d'horizon, l'analyse des programmes illustre la proximité entre la CDU/CSU et les libéraux du FDP, et semble également montrer une convergence entre le SPD et les Verts, au moins en matière fiscale et d'intégration budgétaire. Cela étant, l'économie n'est qu'une dimension de l'élection. Les questions migratoires et de politique étrangère seront également un axe de clivage ou de rapprochement entre partis, notamment avec la question des relations avec la Russie et la Chine. Par conséquent, il est probable que la formation d'un gouvernement de coalition prendra du temps et que le 26 septembre, l'incertitude ne fera que commencer.

Tableau. Principales annonces économiques des trois grands partis

	CDU	SPD	Verts
Investissement public	Financement des projets d'environnement et d'infrastructures numériques: réseau 5G, réseau gigabit (15 milliards d'euros).	Investissement d'au moins 50 milliards d'euros par an dans les domaines de la protection du climat, des transports, de la numérisation et de la santé.	Programme d'investissement de 500 milliards d'euros sur 10 ans (Internet à haut débit, recherche sur les ordinateurs quantiques et les biotechnologies, infrastructures climatiquement neutres).
Fiscalité des ménages	<ul style="list-style-type: none"> - Suppression de la contribution sur les énergies "renouvelables" (EEG Umlage) - Rejet de l'impôt sur la fortune ou de l'augmentation des droits de succession - Augmentation de l'allègement fiscal pour parents isolés (5000 au lieu de 4008 euros) - Suppression de la surtaxe de solidarité (Soli) 	<ul style="list-style-type: none"> - Suppression de la contribution sur les énergies "renouvelables" (EEG Umlage) - Réintroduire un impôt sur la fortune au taux de 1% (sans précision de seuil) - Impôt sur le revenu: relèvement du taux marginal de la tranche supérieure de 45 % à 48 % à partir de 250 000 euros pour un célibataire et 500 000 euros pour un couple marié. 	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction de la contribution sur les énergies "renouvelables" - Réintroduire l'impôt sur les grandes fortunes pour les personnes possédant un patrimoine supérieur à 2 millions d'euros au taux de 1 % - Impôt sur le revenu: augmentation de l'abattement de base de l'impôt sur le revenu; relèvement du taux marginal de 42 à 45 % à partir d'un revenu de 100 000 euros (célibataires) et de 200 000 euros (couples mariés); relèvement du taux marginal de la tranche supérieure de 45% à 48% à partir de 250 000 euros pour un célibataire et 500 000 euros pour un couple marié.
Fiscalité des entreprises	<ul style="list-style-type: none"> - Plafond de 40 % pour les coûts non salariaux (impôts et cotisations sociales des employeurs et salariés) - Baisse de l'impôt sur les sociétés à 25 % (contre 30% aujourd'hui) - Plafond de rémunération des mini-jobs donnant droit à couverture sociale porté de 450 euros à 550 euros par mois - Suppression de la surtaxe de solidarité (Soli) 		

Tableau (bis). Principales annonces économiques des trois grands partis

	CDU	SPD	Verts
Politique sociale: retraites	<ul style="list-style-type: none"> - Pas de relèvement de l'âge légal de départ à la retraite - Fonds de génération (<i>Generationrente</i>): 100 euros/mois mis de côté pour les moins de 18 ans. But: développer les retraites par capitalisation - Développement d'une assurance vieillesse obligatoire pour les travailleurs indépendants - Pour les bas salaires, régimes de retraite d'entreprise rendus obligatoires et subventionnés par l'État 	<ul style="list-style-type: none"> - Pas de relèvement de l'âge légal de départ à la retraite - Maintien du niveau de la pension permanente à 48 pour cent. - Ouverture d'une assurance vieillesse pour les indépendants, les fonctionnaires et les élus 	<ul style="list-style-type: none"> - Maintien du niveau de la pension permanente à 48 %. - Inclusion des travailleurs indépendants et des parlementaires dans l'assurance vieillesse légale.
Politique sociale: logement	<ul style="list-style-type: none"> - Favoriser l'accès à la propriété (exonération de la taxe sur les mutations foncières pour la première acquisition d'un logement occupé par son propriétaire de 250 000 euros par adulte et de 100 000 euros par enfant.) - Construction de 1,5 million de nouveaux logements d'ici 2025. 	<ul style="list-style-type: none"> - Construction de 400 000 logements par an, dont 100 000 seront financés par des fonds publics - Plafonnement de l'augmentation des loyers dans les zones résidentielles. 	<ul style="list-style-type: none"> - Construction d'un million d'appartements locatifs supplémentaires - Plafonnement de l'augmentation des loyers (2,5 %/an)
Politique sociale: emploi et famille		<ul style="list-style-type: none"> - Salaire minimum porté à 12 euros/heure (contre 10,45 euros au 1er juillet 2022) - Augmentation des salaires des travailleurs sociaux - Remplacement de "Hartz IV", par un revenu citoyen simple - Augmentation des allocations familiales de 250 à 528 euros mensuels 	<ul style="list-style-type: none"> - Augmentation immédiate du salaire minimum à 12 euros de l'heure (contre 10,45 euros au 1er juillet 2022) - Semaine de 35 heures dans le secteur des soins avec maintien du salaire intégral

Tableau (ter). Principales annonces économiques des trois grands partis

	CDU	SPD	Verts
Endettement public	Retour à la règle d'or de l'endettement, vraisemblablement en 2023	Retour à la règle d'or de l'endettement d'ici 2023, réduction de la dette à 60 % d'ici 2030	Réforme de la règle d'or de l'endettement (sortir l'investissement public de la règle d'endettement)
Union budgétaire	- Le Fonds de relance est temporaire et ne devrait pas évoluer vers une union de la dette. - Favorable à une taxe sur les transactions financières.	- Utiliser le Fonds de relance pour faire progresser l'intégration fiscale et créer une véritable union économique et sociale. - Favorable à une taxe sur les transactions financières	- Le Fonds de relance doit être intégré au budget de l'UE et devenir permanent. - Favorable à une taxe sur les transactions financières - Favorable aux taxes européennes sur le plastique et les entreprises numériques, ainsi que la taxe carbone aux frontières
Transition écologique	- Neutralité carbone en 2045 - Réduction de 65 % des émissions de CO2 d'ici 2030 (par rapport à 1990), et de 88% d'ici 2040, et fin du charbon d'ici 2038 - Élargissement du système d'échange de droits d'émission de CO2 - Suppression de la surtaxe sur les énergies "renouvelables" (EEG Umlage). Réduction du prix de l'électricité. - Développement des stations de recharge pour véhicules électriques, développement du fret ferroviaire et des voies navigables intérieures - Rejet de l'interdiction de circuler au diesel et d'une limitation générale de la vitesse sur les autoroutes. - Favorable à Nordstream 2	- Neutralité carbone en 2045 - Fin du charbon en 2038. L'électricité doit provenir entièrement d'énergies renouvelables d'ici 2040 au plus tard. - Suppression de la surtaxe sur les énergies "renouvelables" d'ici 2025, financement sur le budget fédéral. Réduction du prix de l'électricité - Développement des réseaux électriques, des lignes ferroviaires et des stations de recharge pour les voitures électriques - Favorable à une limitation de vitesse de 130 km/h sur autoroute.	- Neutralité carbone à horizon de 20 ans - Réduction de 70 % des émissions de CO2 d'ici 2030 (par rapport à 1990), fin du charbon d'ici 2030 - Augmentation du prix du CO2 à 60 euros/tonne à partir de 2023 (contre 25 euros aujourd'hui), prix minimum pour les émissions de CO2 dans l'industrie - Pas de véhicules sans émission immatriculés après 2030 - 100% d'énergies renouvelables d'ici 2035 - Un million de nouveaux toits équipés de panneaux solaires dans les 4 prochaines années, utilisation de 2 % des terres pour l'énergie éolienne - Opposition à Nordstream 2 - Evaluation : 50 milliards d'euros par an de surcoût pour la "transformation socio-écologique"

[\[1\]](#)

Neuf

mois après avoir annulé la sortie de l'Allemagne du nucléaire prévue par l'ancien gouvernement de Gerhard Schröder (coalition SPD-Verts), Angela Merkel annonce en 2011 le retrait définitif du nucléaire pour 2022 au plus tard, contre l'avis de sa propre majorité.

[\[2\]](#)

Grâce à l'énergie nucléaire, 90 % de la production électrique en France métropolitaine est « bas carbone » (reposant sur le nucléaire et les énergies renouvelables) contre 47 % en Allemagne. Source : Eurostat, série NRG_IND_PEH.

[\[3\]](#)

Créée à l'origine pour soutenir la reconstruction économique dans les *Länder* de l'ex-RDA, la surtaxe de solidarité est un supplément d'impôt ayant pour assiette l'impôt sur le revenu, l'impôt sur les plus-values et l'impôt sur les sociétés, qui affiche un taux additionnel de 5,5 %. Cette surtaxe a été abolie, depuis janvier 2021, pour 90 % des contribuables, mais reste en vigueur pour les entreprises.

[\[4\]](#) Lors de son introduction en 2015, le salaire minimum légal était de 8,50 euros bruts de l'heure. Il a régulièrement été augmenté depuis, et atteint 9,60 euros depuis le 1^{er} juillet 2021. Au 1^{er} janvier 2022, il passera à 9,82 euros et à 10,45 euros le 1^{er} juillet 2022. Sur la question du salaire minimum en Allemagne, on pourra utilement consulter O. Chagny & S. Le Bayon, 2020, « La loi sur le salaire minimum en Allemagne : un bilan globalement positif, des enjeux d'application majeurs », *La Revue de l'Ires*, n° 100, pp. 103-143.

[\[5\]](#) T. Schulten & T. Pusch, 2019, « Mindestlohn von 12 Euro: Auswirkungen und Perspektiven », *Wirtschaftsdienst*, n° 99.

[\[6\]](#) H. Bardt, S. Dullien, M. Hüther & K. Rietzler, 2019, « Für eine solide Finanzpolitik: Investitionen ermöglichen! », *IMK Report, IMK at the Hans Boeckler Foundation*, n° 152-2019.

[\[7\]](#) La règle d'or selon laquelle recettes

et dépenses doivent s'équilibrer est inscrite dans la loi fondamentale de la République fédérale (art. 115). Elle est renforcée en 2009, par la loi *Schuldenbremse* (« frein à l'endettement »), votée aussi bien par la CDU/CSU que par le SPD. Ce frein supplémentaire à l'endettement impose des contraintes plus restrictives que les contraintes européennes et interdit à l'État de s'endetter au-delà de 0,35 % de son PIB chaque année. Il est inscrit dans la Constitution et demanderait une majorité de trois cinquièmes au Parlement pour être modifié.

[\[8\]](#)

Le plan d'investissement allemand est majoritairement financé par le creusement du déficit public allemand ; il bénéficie toutefois du soutien apporté par le plan de relance européen de nouvelle génération (NGEU) sous forme de subventions à hauteur de 23,6 milliards d'euros d'ici à 2026, soit 3 % des sommes allouées par le NGEU.

[\[9\]](#)

Voir P. Becker, 2021, « Changement de cap de l'Allemagne en matière de politique européenne : un repositionnement avec des limites », *Allemagne d'aujourd'hui*, vol. 236, n° 2, pp. 68-78.

Faut-il évaluer les programmes des candidats à l'élection présidentielle ? Le rôle des économistes (et de l'OFCE) dans le débat politique

Par [Xavier Ragot](#), Président de l'OFCE

Les élections présidentielles sont toujours un moment d'accélération du débat économique en France. C'est le moment des diagnostics, des bilans et de tous les projets. Des institutions comme l'OFCE se posent de manière régulière la question de l'évaluation des programmes économiques des candidats. À la différence des élections de 2017, l'OFCE a choisi de ne pas évaluer les programmes mais seulement certaines mesures qui seront discutées dans le débat politique. En revanche, l'OFCE va apporter des éclairages sur des questions importantes pour le débat de politique économique comme la question environnementale, les inégalités ou encore les enjeux européens, l'état du tissu productif, entre autres.

La première contribution portera

sur la dette publique et les évolutions des dépenses et prélèvements publics, début octobre. Ce choix ne vise ni à dramatiser la question de la dette publique ni à minimiser son importance mais à reconnaître que la période que nous avons vécue, avec la crise Covid, a conduit à des politiques inédites en France et dans le monde, qui ont changé l'état des comptes publics. Que ce soient des projets de hausse (ou baisses) de dépenses, d'impôts ou de dettes publiques, les équilibres comptables de base devront être vérifiés et des choix devront être assumés, quels qu'ils soient.

L'importance de l'enjeu a conduit l'OFCE à développer un nouvel outil, un simulateur de la trajectoire de la dette publique, de la croissance, du chômage et de l'inflation, qui permettra à chacun de simuler les effets macroéconomiques d'un choix de cible de dette publique. Cet outil permettra de montrer ce qu'est le budget de l'État et les effets de choix économiques sur la croissance, l'inflation, l'emploi et la dette.

Pour comprendre cette décision de fournir un cadre général et des contributions spécifiques plutôt que d'évaluer des programmes, il faut mettre en perspective la question de l'évaluation des programmes. Avant de parler de la situation française, décentrons le débat pour regarder ce qui se fait

dans les autres pays. Le pays dans lequel l'évaluation économique des programmes des candidats est la plus développée est les Pays-Bas. Le CPB (Centraal Plan Bureau), qui est un organisme indépendant pour l'analyse économique, évalue le programme des candidats depuis 1986 de manière systématique. Dans ce pays, le CPB joue un rôle singulier. Le CPB a été créé en 1945 et son premier directeur était Jan Tinbergen. Ce dernier est l'un des principaux fondateurs des modèles macroéconomiques de prévision et d'évaluation. Cet économiste avait une vision très claire de la répartition des rôles entre économie et politique : aux hommes et femmes politiques d'affirmer les préférences sociales et aux économistes de contribuer aux moyens les plus efficaces de les atteindre. Cette expérience d'évaluation systématique a permis aux économistes néerlandais d'affiner leur vision des avantages et inconvénients de l'évaluation des programmes économiques des candidats et d'avoir une approche nuancée de leur contribution[1].

Heurs et malheurs de l'évaluation économique

Commençons par les avantages d'une évaluation des programmes en résumant les leçons hollandaises. Tout d'abord, et bien entendu, l'évaluation économique ne consiste pas à donner un critère unique (que ce soit chômage, croissance, inégalités, écologie) ni à

déterminer le meilleur programme. Elle consiste à faire une évaluation multicritères et proposer des évaluations sur chacun d'eux, avec une méthode commune pour les différents programmes.

De ce fait, le gain premier de l'évaluation des programmes est de révéler les priorités contenues dans chaque programme qui peuvent parfois différer des discours politiques. Un parti peut préférer la réduction de la dette (et possiblement des moyens budgétaires à long terme) à la croissance de court terme, d'autres la réduction des émissions de CO₂ à l'équilibre des comptes sociaux, etc. Dans les deux cas il s'agit d'un rapport différent au temps et aux risques. L'évaluation comparative permet donc de révéler des préférences sociales entre lesquelles les électeurs peuvent choisir suivant leur propre préférence politique.

Quelle différence d'une évaluation de think tanks qui identifient le meilleur programme et donc le meilleur candidat ! Cet autre exercice est bien sûr utile pour le débat politique, mais il est différent. Le think tank affirme et défend des préférences sociales. Son rôle n'est pas tant d'évaluer que de plaider une cause ou une vision du monde. L'OFCE est un centre de recherche. Son rôle est d'éclairer le débat public autour des questions économiques que l'on juge importantes.

Le deuxième intérêt de l'évaluation des programmes, selon le CPB, est d'éclairer le lecteur sur l'évolution de la situation économique si un programme est mis en œuvre. Il s'agit donc de contribuer à la prévision : quelle serait la dynamique du chômage, de l'inflation, des inégalités, etc. Dans une période de forte incertitude (sanitaire au premier chef), identifier les futurs possibles est une contribution utile, tant les discours catastrophistes peuvent inquiéter (et assurer une forte visibilité politique).

Le troisième intérêt de l'évaluation économique peut sembler anecdotique mais il s'avère important. L'évaluation des programmes ne consiste pas seulement à faire de l'analyse économique sur les documents publics. Il consiste à aller voir les équipes de campagne pour préciser les mesures, les dispositifs et les causalités supposées. Ce travail d'évaluation, dont le premier est l'évaluation des effets au premier ordre sur le budget public, permet aux candidats de préciser les dispositifs et les implications des propositions. Le travail d'évaluation fournit ainsi un service aux équipes de campagne en leur permettant d'interagir avec des équipes d'économistes. Il n'a pas échappé aux lecteurs que le degré de précision des programmes est hétérogène. Une faible précision peut être un choix politique assumé mais aussi, parfois, le résultat

d'équipes de campagne
peu spécialisées sur certains sujets économiques.

Face à de tels arguments, il
pourrait sembler que l'évaluation des programmes par un centre
de recherche en
économie comme l'OFCE est d'une utilité évidente pour le débat
public. En fait,
il n'en est rien pour ces élections de 2022 : les
inconvenients de
l'évaluation sont les miroirs des avantages discutés plus
haut.

L'évaluation des programmes et
des mesures peut donner l'illusion de la certitude alors que
ces évaluations *ex ante* sont fondées sur des modèles pas
toujours adaptés aux mesures évaluées. Les résultats de
l'évaluation de chaque
mesure sont donc empreints d'incertitudes qui se cumulent dans
l'évaluation des
programmes. Cela n'est pas un argument pour ne pas évaluer des
programmes, mais
il faut reconnaître qu'une grande pédagogie est nécessaire
dans la présentation
des limites des résultats.

Ensuite, les déclarations des
partis, candidats ou candidates ne sont pas toujours
évaluables car trop floues.
Ces derniers jouent avec ce flou pour affirmer des valeurs
sans s'engager sur
des montants ou des réformes. Prenons par exemple le débat
actuel sur la hausse
des salaires nécessaires après la crise Covid. Différentes
mesures sont
possibles qu'il faut alors financer. Les économies peuvent
être chiffrées, mais
l'effet économique dépend d'un ensemble précis de

contreparties financières qui peuvent permettre d'apprécier l'effet sur le chômage, la croissance et les inégalités. Enfin, la difficulté d'évaluer les programmes peut pénaliser les programmes qui se prêtent à l'exercice face à des programmes inévaluables ! Ces inconvénients avaient été identifiés par l'OFCE lors des élections 2007 (voir Fitoussi et Timbeau, 2017 et la description des débats par Lemoine, 2007).

Le dispositif de l'OFCE en 2017

Les évaluations peuvent être utiles lorsque les programmes sont évaluables et lorsque les précautions de présentation sont utilisées. De ce fait, l'OFCE en 2017 s'est livré à un exercice d'évaluation plutôt qualitative des programmes. Le résultat public est un tableau multicritères qualitatif (OFCE, 2017).

Ce travail prospectif avait été rendu possible par une situation singulière de la campagne de 2017, qui a été l'organisation des primaires pour les candidats de droite et du parti socialiste. Ensuite, le candidat de la France Insoumise avait fourni des éléments économiques quantitatifs alors que la candidate du Front National proposait la sortie de la zone euro, qui est une politique économique inévaluable mais dont on peut discuter les implications économiques (Blot *et al.*, 2017). Le rôle du débat économique était important en 2017 : le président François Hollande avait

transformé un moment économique en symbole politique, « l'inversion de la courbe du chômage », le débat européen était vif autour du thème de « l'austérité ».

L'OFCE a donc fourni en 2017 un tableau qualitatif comparatif de différents programmes. L'intérêt de l'exercice était le choix des critères d'évaluation : ils doivent être assez nombreux pour permettre l'analyse fine au sein d'un espace politique complexe mais limités pour que les comparaisons soient compréhensibles. Nous avons choisi quatre thèmes : finances publiques, ménages, entreprises et environnement, avec dix sous-thèmes.

La situation en 2022

La situation en cette fin d'année 2021 est bien différente. Premièrement, sur le plan économique les séquelles économiques de la crise Covid sont encore en cours d'évaluation. Quelle sera la dynamique du chômage après la fin des mesures de soutien de l'économie ? Comment la croissance sera-t-elle affectée à moyen terme par le recours accru au télétravail ? Ces discussions ont lieu dans un environnement sanitaire encore incertain et conditionneront l'orientation des mesures de politique économique.

Deuxièmement, la gestion de la crise de la Covid a été bien différente en France, en Europe

et dans le monde de la gestion de la crise des *subprime* de 2010 à 2011. Les États ont pris à leur charge, sous la forme d'une dette publique accrue, une grande partie des pertes de revenus des agents. Cela permet une reprise forte de l'activité après crise, avec un État certes plus endetté. Cette gestion est presque consensuelle parmi les économistes et les acteurs politiques. Il n'y a pas, du moins à ce stade, de contestation politique de la gestion économique de la crise Covid. Les débats des grandes options de politique économique sont bien moindres qu'en 2017.

Troisièmement, des positions économiques radicales, comme la sortie de la France de la zone euro, ne sont plus proposées par des partis susceptibles d'aller au second tour des élections. D'autres formations politiques pourront porter un projet de Frexit, mais il y a peu de chance que ce projet soit central dans le débat politique français. Cette inflexion du débat économique sur l'Europe est le signe d'un changement d'appréciation de la politique européenne. Cette dernière devient moins clivante. La mise en place dans la crise d'un plan de relance européen ambitieux, d'une capacité d'endettement commune, de projets d'une fiscalité carbone aux frontières de l'Union européenne pour éviter le dumping environnemental, tous ces éléments récents font que la critique de l'Union européenne

(sur le plan économique) porte moins.

De ce fait, le débat économique en 2022 paraît moins porteur d'enjeux qu'en 2017. Certes, des politiques économiques seront en débat, comme l'évolution de la fiscalité et des inégalités, de l'investissement public, de la réforme des retraites, de l'évolution de la dette publique, les hausses de salaires et du SMIC, le salaire des enseignants entre autres. Ces éléments donneront probablement lieu à des propositions évaluables, ce que l'OFCE fera, mais à ce stade, il est peu probable que les programmes donneront des éléments précis sur tous ces sujets, permettant une évaluation du programme et donc une prévision de la situation économique si le ou la candidate était élue.

À ce stade au moins, les partis politiques cherchent à départager des personnalités porteuses de projets plutôt que de programmes clairs. Le Président de la République présentera probablement tardivement des éléments de programme économique, ce qui est fréquent pour un second mandat. Le moment n'est pas propice à l'évaluation des programmes et les inconvénients domineront très probablement les avantages.

Les élections présidentielles doivent cependant être le moment d'identifier les enjeux importants du débat de politique économique des prochaines années, voire de la prochaine décennie, en

laissant la place au diagnostic, aux options pertinentes, à la discussion de différentes mesures possibles.

De ce fait, l'OFCE a choisi de contribuer en proposant des analyses sur une série de thèmes, à la fois importants pour le débat économique et au sein de l'observatoire (sans ordre) : dette publique, vieillissement, conjoncture, marché du travail, protection sociale, environnement, construction européenne, fiscalité, tissu productif, logement, genre.

Ces thèmes ne sont pas exhaustifs. L'éducation, thème essentiel, ne sera qu'indirectement traité. Enfin, le débat économique est une composante à la fois partielle et essentielle dans le débat politique. Il faut espérer que ces contributions permettront d'éviter les faux débats économiques pour se concentrer sur les vrais enjeux politiques.

Références

- [Fitoussi Jean-Paul et Timbeau Xavier](#), 2007, « Pourquoi nous ne chiffrerons pas les programmes présidentiels : manifeste contre une déontologie en rase campagne », *Blog OFCE*, 23 février.
- [Graafland Johan J., Ros Arie P.](#) (Eds.), 2003, « Economic Assessment of Election Programmes: Does it make sense? », Boston, Kluwer Academic Publishers.
- [Lemoine Benjamin](#), 2008, « Chiffrer les programmes politiques lors de la campagne présidentielle 2007 :

Heurs et malheurs
d'un instrument », *Revue française
de science politique* , Vol. 58, n° 3, juin, pp. 403-431.

- [OFCE, 2017,](#)
« Quelles propositions économiques des candidats
à l'élection présidentielle ? », *OFCE
Policy Brief*, n° 16, M. Plane et X. Ragot,
coordinateurs, 25 pages.
- [Christophe Blot,](#)
[Jérôme Creel, Bruno Ducoudré, Paul Hubert, Xavier Ragot,](#)
[Raul Sampognaro,](#)
[Francesco Saraceno, et Xavier Timbeau, 2017,](#) « Sortir de
l'euro
», *Blog OFCE*, 23 avril.

[\[1\]](#) Pour une présentation
détaillée de l'environnement institutionnel aux Pays-Bas, et de
la méthode du CPB
pour évaluer les programmes, voir Graafland et Ross (2003).

Perspectives de rentrée pour l'économie française 2021-2022 : la vague de la reprise

Par [Mathieu Plane](#), [Bruno Ducoudré](#), [Pierre Madec](#), [Hervé Péléraux](#) et [Raul Sampognaro](#), sous la direction de [Eric Heyer](#)
et [Xavier Timbeau](#) [\[1\]](#)

L'économie française a connu l'année dernière un choc récessif sans précédent depuis l'après-guerre, enregistrant une perte d'activité de 8 points de PIB. Marqué par le calendrier des mesures prophylactiques depuis le début de la crise sanitaire, le PIB a connu des chutes et des rebonds de grande ampleur, notamment pendant le premier confinement et la période post-confinement du printemps-été 2020. Depuis le troisième trimestre 2020, l'économie fonctionne en sous-régime, avec des pertes particulièrement marquées dans certains secteurs (hôtellerie-restauration, services et fabrication de matériels de transports, services aux ménages), et oscille, depuis un an, à un niveau de PIB trimestriel compris entre - 4 % et - 3 %, par rapport à la période pré-Covid. C'est bien supérieur aux -18 % du deuxième trimestre 2020, et même aux -6 % du premier trimestre 2020, qui pourtant ne comportaient que 15 jours de confinement. Cette chute de l'activité au premier semestre 2020 a été bien plus marquée que celle de la moyenne de la zone euro et a impacté très négativement l'année 2020. Ainsi, 50 % des pertes accumulées depuis un an et demi ont été réalisées lors du premier confinement qui aura duré 8 semaines.

Depuis le troisième trimestre 2020, la France enregistre moins de pertes de PIB que la moyenne de la zone euro (hors France) (graphique 1). La gestion sanitaire et économique a largement évolué au cours du temps et le « quoi qu'il en coûte » s'est renforcé couvrant mieux les pertes des entreprises, notamment les charges liées aux coûts fixes. Au deuxième trimestre 2021, les pertes de PIB étaient identiques à celle du troisième trimestre 2020 alors même que les contraintes sanitaires étaient très différentes entre ces deux périodes. Rappelons que le deuxième trimestre 2021 a été marqué par quatre semaines de confinement et un couvre-feu jusqu'au 20 juin alors qu'à l'inverse, à l'été 2020, il y avait peu de

restrictions sanitaires. L'économie française a su s'adapter aux contraintes sanitaires au cours du temps, limitant les pertes économiques malgré les mesures prophylactiques. Les pertes sont désormais très concentrées dans les secteurs liés au tourisme et ceux à forte interaction sociale. Ainsi, sur le cumul des six trimestres depuis le début de la crise, plus de 100 % des pertes d'excédent brut d'exploitation (EBE) du secteur marchand non financier étaient concentrées dans quatre branches : services de transport, fabrication de matériels de transport, construction et hôtellerie-restauration. Ces quatre branches ne représentent que 17 % de l'EBE du secteur marchand non financier.

Graphique 1. Niveau du PIB en France et dans la zone euro hors France



Sources : Insee, Eurostat, calculs OFCE.

Le « quoi qu'il en coûte » à la rescousse des bilans privés

Depuis le début de la crise, sur la période allant du premier trimestre 2020 au deuxième trimestre 2021, l'économie française a enregistré près de 180 milliards de pertes de revenu (Tableau 1). Plus de 90 % du choc global a été encaissé par les administrations publiques (APU), par le biais des stabilisateurs automatiques et la mise en place des mesures d'urgence et de relance, conduisant à une dégradation du

déficit public moyen de 6,3 points de PIB sur la période (par rapport à 2019).

Du côté des ménages, leur RDB a augmenté de 45 milliards au cours des six trimestres (19 milliards si l'on retire les effets de l'inflation). Avec une consommation largement contrainte, les ménages ont accumulé 151 milliards d' « épargne-Covid » sur la période, avec encore plus de 50 milliards sur le seul premier semestre 2021. Et selon les comptes de patrimoine financier de 2020, 70 % de cette « épargne-Covid » sont des supports liquides et rapidement mobilisables.

Malgré les dispositifs exceptionnels mis en place pour limiter les pertes économiques des agents privés, les entreprises (SNF-SF) ont encaissé une baisse de revenu de 55 milliards au cours des six derniers trimestres. En raison d'une baisse de l'investissement des entreprises de 4 % en moyenne sur la période, les nouveaux besoins de financement des entreprises ont été de 0,6 point de PIB, soit 20 milliards sur six trimestres.

Enfin, l'économie française enregistre un nouveau besoin de financement vis-à-vis du reste du monde de 2 points de PIB au cours des six trimestres, en raison de sa spécialisation sectorielle dans les matériels de transport et le tourisme, ainsi que de la baisse des revenus tirés du stock d'investissements directs à l'étranger détenus par les résidents.

Tableau 1. Comptes d'agents cumulés sur la période 1^{er} trimestre 2020 – 2^e trimestre 2021

En écart à l'année 2019

		SNF-SF	EI	Ménages	APU	ISBLSM	J - S	RDM	Total
En %	Valeur ajoutée	-6	-6	1	2	0	-8		-5,7
En pts de PIB annuel (en contribution)	Valeur ajoutée	-4,4	-0,5	0,1	0,4	0,0	-1,4		-5,7
En Mds d'euros	RDB	-55		41	-165	2			-177
Contribution (en pts de %)	RDB	31		-23	93	-1			100
En Mds d'euros	Épargne			151					
En % du Revenu Disponible Brut	Taux d'épargne			6,4					
En % de la VA	Taux de marge	-0,4							
En pts de % annuel	FBCF	-4	-6		-1	1			-4
En % du PIB	CF (+) / BF (-)	-0,6	4,9		-6,3	0,1		2,0	0,0

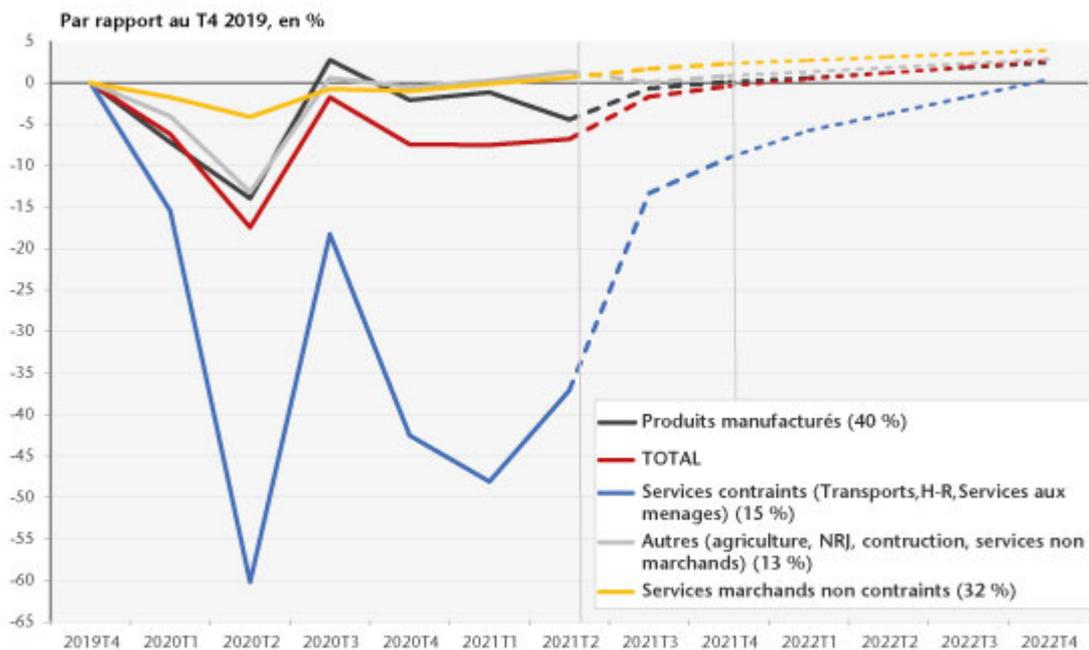
Sources : Insee, prévisions OFCE.

La levée des contraintes sanitaires génère un vif rebond de l'économie

Les données de la première moitié de l'année 2021 confirment ce que l'on observe depuis le second semestre 2020, c'est-à-dire un découplage entre la consommation en « services contraints », qui regroupent l'hôtellerie-restauration, les services de transport et les services aux ménages, et le reste de la consommation. Avec la levée progressive des mesures prophylactiques depuis la fin juin, et malgré la mise en place d'un passe sanitaire cet été, la consommation des ménages serait, par rapport à la situation pré-Covid, à -2 % au deuxième trimestre 2021[2] (après - 7 % au cours des trois trimestres précédents), soit un niveau identique à celui du troisième trimestre 2020 (Graphique 2). Ainsi, l'essentiel des pertes de consommation sont attribuables aux services contraints qui ne représentent pourtant que 15 % de la consommation des ménages. Le rebond de la consommation au troisième trimestre 2021, tiré par celle en « services contraints » se poursuivrait en supposant un retour à la « normale » pour l'ensemble des secteurs au second semestre 2022, date à laquelle la consommation en services « contraints » retrouverait son niveau pré-Covid. La consommation des autres branches évoluerait sur une « tendance » proche de celle d'avant-crise. La consommation totale serait fin 2021, -0,4 % en-dessous de celle de fin 2019, et atteindrait +2,7 % fin 2022[3].

Il est utile de rappeler que les hypothèses sur la politique publique pour l'année 2022 sont réalisées avec l'information disponible au 16 septembre 2021. L'introduction des éléments du Projet de loi de finances sera réalisée pour la prévision d'octobre 2021.

Graphique 2. Niveau de consommation finale des ménages par groupe* de branches



* les services marchands contraints regroupent les services de transports, l'hôtellerie-restauration, les services aux ménages.
La catégorie « Autres » regroupe les produits agricoles, l'énergie, la construction et les services non marchands.
Sources : Insee, prévisions OFCE.

Malgré le confinement du mois d'avril et le maintien d'un couvre-feu jusqu'en juin 2021, l'investissement total était au deuxième trimestre 2021 revenu à un niveau légèrement supérieur à celui d'avant-crise. Cela révèle le fait que les entreprises n'ont pas anticipé une chute durable de l'activité, considérant que cette crise, bien que très intense, n'était pas durable. L'enquête sur l'investissement dans l'industrie de septembre 2021, qui est très bien orientée, confirme ce sentiment. Cela révèle également que la situation financière des entreprises a été relativement préservée et n'ampute pas significativement leur capacité à investir. La reprise de l'investissement est particulièrement marquée dans l'investissement en information-communication : il était, au deuxième trimestre 2021, 7 % au-dessus de son niveau d'avant-crise, ce qui montre que les entreprises ont profité de cette crise pour accélérer leur transformation numérique et digitale. Cet effet pourrait avoir des conséquences positives sur la productivité du travail et la croissance potentielle.

Au-delà du deuxième trimestre 2021, l'investissement

continuerait à augmenter mais à un rythme légèrement moins rapide que celui qu'on observe depuis l'été 2020. Tiré par la baisse des impôts sur la production et le volet investissement du Plan de relance, avec notamment la rénovation thermique des bâtiments et le numérique, l'investissement total serait 3 % au-dessus de son niveau pré-Covid au second semestre 2021 et 7 % au second semestre 2022.

Tableau 2. Investissements par produit

En points de %, par rapport au T4 2019

	Pondération	2020		2021		2022	
		S1	S2	S1	S2	S1	S2
Produits manufacturés	22 %	-20	-2	-2	0	3	5
Construction	42 %	-23	-5	-2	1	4	6
Services marchands	36 %	-7	0	4	6	8	9
Total	100 %	-17	-3	0	3	5	7

Sources : Insee, prévisions OFCE.

La trajectoire de consommation des ménages et celle de l'investissement pour les trimestres à venir, à laquelle s'ajoute celle de la consommation des APU, tirée par les dépenses de santé, d'éducation et de sécurité, conduiraient à une croissance du PIB de 2,4 % au troisième trimestre 2021 puis une croissance comprise entre 0,7 % et 0,8 % les trimestres suivants. La croissance annuelle du PIB serait de 6,3 % en 2021 et de 4 % en 2022 (Tableau 3). La contribution cumulée du commerce extérieur et des variations de stocks serait nulle sur 2021 et 2022, après avoir contribué négativement de 1 point de PIB en 2020. Un redressement plus rapide du secteur aéronautique et du tourisme international, notamment d'affaires, pourrait conduire à une contribution positive du commerce extérieur, scénario qui n'a pas été retenu dans notre prévision.

Tableau 3. Compte Emploi-Ressources pour la France

En %, en euros constants, prix chaînés

	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2020	2021	2022
PIB	0,0	1,1	2,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	-8,0	6,3	4,0
Consommation privée	0	1	4	1	1	1	1	1	-7	4	5
Consommation APU	0	1	1	1	1	1	1	1	-3	5	2
FBCF totale	0	2	1	1	1	1	1	1	-9	12	4
FBCF SNFEI	1	2	0	1	1	1	1	1	-8	12	4
FBCF SF	3	3	0	1	1	1	1	1	-19	11	4
FBCF Ménages	-1	4	1	1	1	1	1	1	-12	16	5
FBCF ISBLSM	1	1	0	1	1	1	1	1	-2	5	4
FBCF APU	0	1	2	1	1	1	1	1	-4	7	4
Exportations	0	1	3	2	2	2	1	1	-16	8	6
Importations	1	2	3	2	1	1	1	1	-12	8	6
<i>Contributions</i>											
Demande intérieure hors stocks	0	1	3	1	1	1	1	1	-7	6	4
Variations de stocks	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Solde commercial	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0

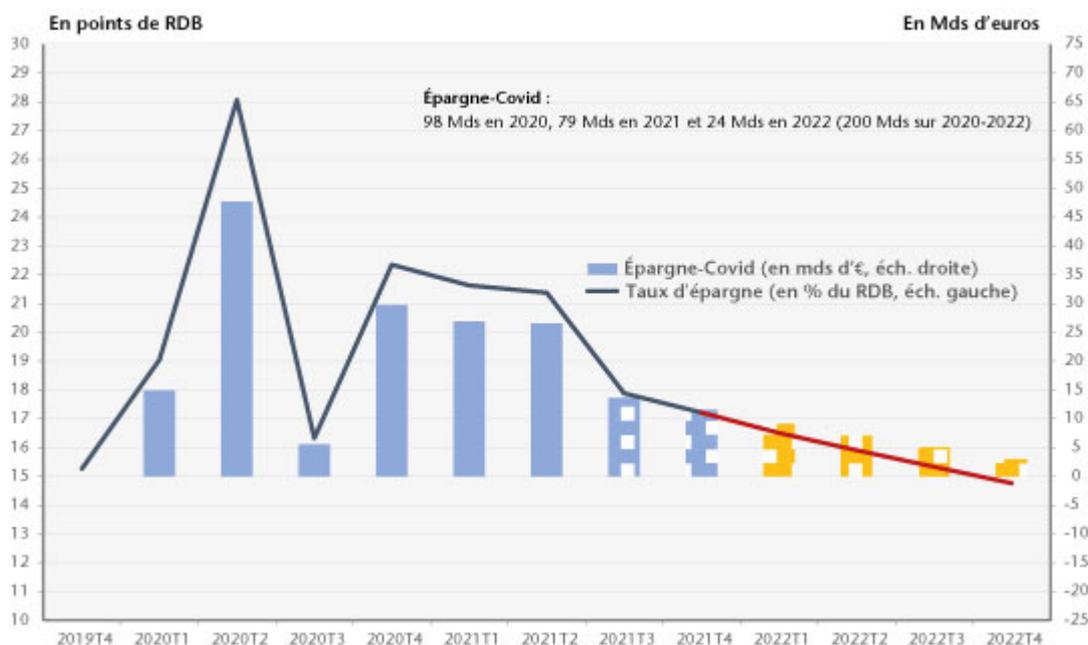
Sources : Insee, prévisions OFCE.

Une croissance sans désépargne

Ce scénario de croissance correspond à un retour progressif du taux d'épargne des ménages à son niveau d'avant-crise d'ici au second semestre 2022. Ainsi, les ménages disposeraient de 177 milliards d'euros d'« épargne-Covid » à la fin de l'année 2021 (et 200 milliards à la fin 2022), soit 11,5 points de RDB annuel (et 12,7 points de RDB annuel) (Graphique 3). Ce scénario dans lequel l'épargne accumulée est thésaurisée et n'est jamais désépargnée sous-tend que les ménages ont un comportement « ricardien » très fort dans lequel ils anticipent que leur « épargne-Covid », résultat de l'intervention publique pour maintenir les revenus dans la crise, serait totalement absorbée par des hausses d'impôts futurs ou des réductions de transferts publics afin d'éponger la dette Covid. C'est le scénario que nous avons retenu ici mais nous analyserons ultérieurement, dans une publication complémentaire, un scénario alternatif dans lequel les ménages désépargneraient 20 % de l'« épargne-Covid » accumulée. Ce scénario alternatif, tout aussi probable, peut être envisagé pour un certain nombre d'arguments : une grande part de cette épargne est liquide et donc facilement mobilisable pour consommer, elle est « subie » et non « désirée »; les perspectives sanitaires et sur le marché du travail sont favorables, et le gouvernement n'a pas annoncé d'austérité

budgétaire ou fiscale. Comme nous le verrons dans la prochaine publication, ce scénario de désépargne conduirait à des effets plus favorables sur la croissance, le marché du travail et les finances publiques mais aussi à une dynamique des salaires et des prix plus élevée.

Graphique 3. Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid »



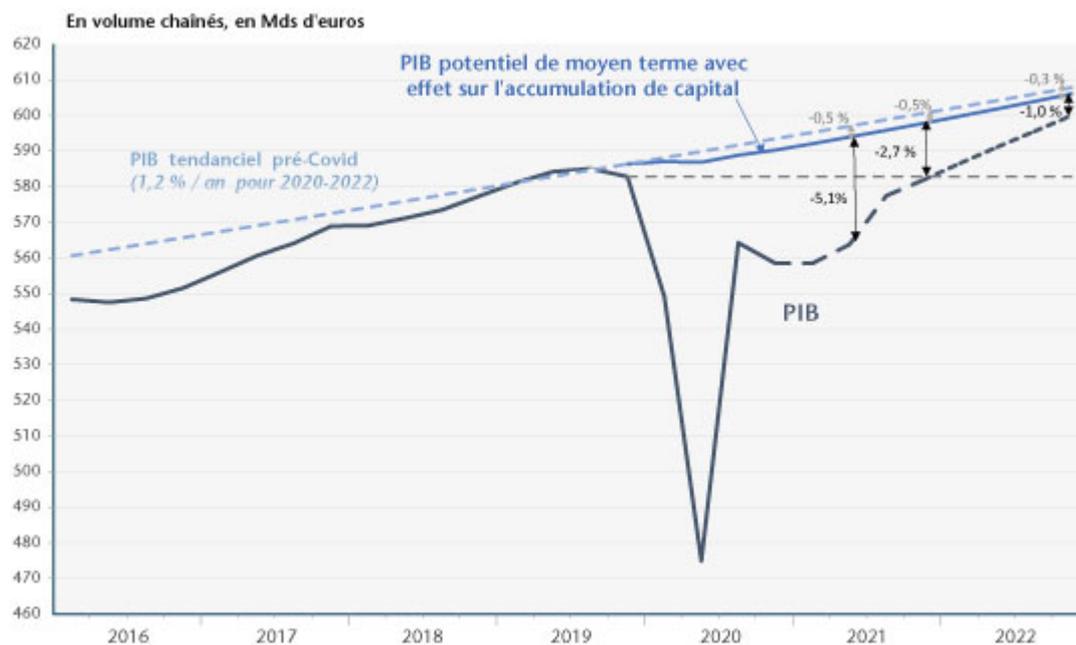
Sources : Insee, prévisions OFCE.

Un retour sur PIB vers son long terme et la bonne tenue de l'investissement permettent de limiter les pertes sur les capacités de production potentielles

Fin 2021, le PIB serait proche de son niveau d'avant-crise (-0,2 %) et serait, fin 2022, 2,9 % au-dessus de celui-ci. En revanche, par rapport à son évolution tendancielle (+1,2 % / an et sans perte de PIB liée à la crise), le PIB accuserait encore un retard de 3,2 % fin 2021 et de 1,3 % fin 2022 (graphique 4). En revanche, dans le scénario avec 20 % de désépargne que nous étudierons ultérieurement, le PIB pourrait passer au-dessus de son niveau tendanciel, ce qui pourrait être à l'origine d'un regain d'inflation. Par ailleurs, la moindre accumulation de capital productif, privé et public, par rapport à un scénario d'évolution tendancielle de l'économie conduirait à réduire le PIB potentiel de moyen

terme de 0,5 % fin 2021. En revanche, la hausse significative de l'investissement net de la consommation de capital fixe conduirait à une progression du stock de capital productif supérieure à celle de la trajectoire du PIB tendanciel en 2022. Ainsi les pertes sur le PIB potentiel de moyen terme se réduiraient et seraient ramenées à -0,3 % fin 2022.

Graphique 4. PIB effectif, PIB potentiel de moyen terme et PIB tendanciel de long terme



Sources : Insee, prévisions OFCE.

Un déficit qui se réduit en 2022 mais qui reste largement au-dessus de celui d'avant-crise

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, selon les informations disponibles au 16 septembre, les mesures d'urgence et de relance représenteraient un coût direct pour les finances publiques, hors prise en charge par le Fonds de relance européen, de 230 milliards d'euros (9,5 points de PIB), dont environ la moitié serait déployée sur l'année 2021 (4,7 points de PIB). Les principaux dispositifs sur la période 2020-22 concernent le soutien aux entreprises (3,5 points de PIB) (Fonds de solidarité, exonérations de cotisations sociales, dispositif de renforcement des fonds propres, baisse durable des impôts sur la production...), les mesures pour soutenir l'emploi (2,2 points de PIB) (Activité partielle, Plan 1 jeune

1 Emploi...) et des mesures exceptionnelles liées à la santé (1,8 points de PIB) (Urgence sanitaire, Ségur de la Santé). Enfin, une part significative du plan de relance est orientée vers l'investissement dans les infrastructures publiques (0,6 points de PIB) (rénovation thermique, numérique...) et l'aide aux ménages modestes (0,6 points de PIB).

En 2021, malgré une croissance que nous prévoyons de 6,3 %, le PIB serait encore en-dessous de la trajectoire du PIB tendanciel pré-Covid-19, dégradant le déficit public conjoncturel de 1,4 point de PIB. Si l'on inclut le coût budgétaire attendu des mesures d'urgence et de relance (4,7 points de PIB), et les effets des mesures prises hors plan de relance (baisse d'IS et de la taxe d'habitation, Ségur de la Santé, revalorisation des salaires des enseignants, Beauvau de la Sécurité...), le déficit public s'établirait à 8,5 % du PIB en 2021. Une partie des dépenses du Plan de relance français doivent être prises en charge par des transferts issus du Plan de relance européen, pour un montant prévu de 0,7 point de PIB (le déficit public, hors financement européen, serait donc de 9,2 % du PIB). La dette publique passerait de 115 % du PIB en 2020 à 116 % du PIB en 2021 (Tableau 4).

En 2022, avec une croissance attendue à 4 % et des mesures issues du Plan de relance représentant 1,5 point de PIB, le déficit public se réduirait à 4,9% du PIB et la dette publique baisserait à 115 % du PIB. Nous supposons en 2022 une prise en charge équivalente à celle de 2021 du Plan de relance français par les fonds européens, soit 0,7 point de PIB. En revanche, la trajectoire prévue des finances publiques n'intègre pas certaines nouvelles mesures qui auraient un impact significatif sur les comptes publics dès 2022, telles que le Plan d'investissement (entre 20 et 30 milliards sur 5 ans) et le Revenu d'engagement pour les jeunes (entre 1,5 et 2 milliards).

À l'inverse, il est important de noter que la dette brute des APU a davantage augmenté que le déficit public en 2020, en

raison de l'accumulation de numéraire et dépôts à l'actif financier des APU pour faire face aux risques et incertitudes liés à la crise (provisions pour risques de défaut sur le PGE, recapitalisations potentielles, prêts...). Cet écart entre déficit et variation de dette représente 75 milliards d'euros (3,1 points de PIB). Dans les années à venir, dans un scénario de stabilisation de l'économie sans défauts massifs, les montants à l'actif des APU devraient être réduits, ce qui devrait diminuer d'autant la dette brute, hypothèse dont nous ne tenons pas compte dans la prévision actuelle.

Tableau 4. Décomposition du solde public et dette publique

En % du PIB

	2020	2021	2022
Solde public (= a + b + c)	-9,1	-8,5	-4,9
Solde public hors Covid* (a)	-2,2	-3,2	-3,3
Mesures d'urgence / relance (b)	-3,3	-4,7	-1,5
Effet d'activité (c)	-3,5	-1,4	-0,71
Fonds du plan de relance européen**		0,7	0,7
Dette publique	115	116	115

* Nous supposons que la trajectoire du solde public hors crise Covid-19 correspond à l'évolution des dépenses publiques en excluant l'ensemble des mesures d'urgence et de relance spécifiques à la gestion de la crise sanitaire, et à une évolution des prélèvements obligatoires (PO) correspondant aux mesures discrétionnaires votées hors mesures d'urgence et plan de relance. En revanche, la baisse des impôts sur la production pour -0,4 point de PIB est incluse dans les mesures de relance et pas dans les mesures discrétionnaires en PO du solde public hors crise Covid-19.

** Sur la base d'une subvention en 2022 équivalente à celle de 2021.

Sources : Programme de Stabilité, Débat d'orientation budgétaire, France Relance, prévisions OFCE.

[1] Cette prévision est réalisée sur la base des informations connues au 16 septembre 2021, avant la publication du Projet de loi de finances pour 2022. En fonction des nouvelles informations budgétaires à venir et de l'évolution de l'environnement économique, cette prévision pourrait être amenée à être révisée d'ici à la mi-octobre, et sera complétée par des nouvelles analyses.

[2] Nous avons calibré à très court terme (de juillet à septembre 2021) la consommation des ménages par branche sur les informations conjoncturelles fournies par l'Insee dans son Point de conjoncture du 7 septembre 2021 : « L'économie passe la quatrième vague ».

[3] Elle serait donc encore fin 2022 à 1 % en-dessous de son niveau tendanciel si l'on suppose que celle-ci avait évolué comme la croissance du PIB tendanciel d'avant-crise.

Fiscal-Monetary Crosswinds in the Euro Area

By Lucrezia Reichlin, Giovanni Ricco, and Matthieu Tarbé

Abstract

Monetary policy – conventional or unconventional – has fiscal implications. By affecting interest rates, inflation and output, it relaxes or tightens the general government budget constraint. The effect on inflation is then the result of the combined action of monetary policy and the fiscal response to it via the adjustment of the primary deficit. In a recent paper, we estimate the fiscal responses to conventional and unconventional monetary policy in the four largest countries of the euro area. We find a positive primary deficit response to conventional short-term interest rate easing. In contrast to this fiscal-monetary coordination in the conventional case, fiscal responses to unconventional monetary

policy easing are muted. They generate crosswinds, which is consistent with the more modest impact of unconventional monetary policy on inflation.

Inflation in the euro area as a joint fiscal-monetary phenomenon

The topic of coordination between monetary and fiscal policy has become the focus of policy discussion in recent years (Draghi, 2014, Lagarde, 2020, Schnabel, 2021). One reason is that there is limited space for traditional monetary policy based on steering the short-term interest rate when the latter is at or close to the effective lower bound (ELB). Many recent papers have advocated mechanisms to implement a coherent a monetary-fiscal policy mix (see for example the policy report by Barsch et al 2021).

Empirically, there is limited knowledge about how the combination of monetary and fiscal policy affects inflation. This is a complex topic since there are multiple channels of interaction. Monetary policy, by affecting interest rates, output and inflation has an impact on the government's budget constraint. The response of fiscal authorities via the adjustment of the primary deficit depends on the fiscal framework or their stabilization objectives. The effect on inflation depends on the combined effects of fiscal and monetary actions as these affect

the adjustment which is required to satisfy the intertemporal budget constraint of the consolidated government sector (central bank and governments). This is the consequence of the constraint being a binding identity which depends on inflation, returns on government debt and primary surpluses.

In the governance of the Euro Area (EA), the central bank is an independent institution and the treaties have delegated to it the responsibility for price stability. As a consequence, the budget constraints of the central bank and governments must be thought as separate ex-ante. However – ex-post – what matters to understand the dynamics of inflation is the consolidated budget constraint of the central bank and the nineteen fiscal authorities. Therefore, if we want to understand the causes of the under-shooting of the inflation target since 2013 in the European Monetary Union (EMU), we need to consider how primary deficits and returns have responded to monetary policy.

In a recent paper (Reichlin, Ricco, Tarbé, 2021) we estimated empirically the response of fiscal variables, inflation and the market value of government debt to monetary policy changes affecting the short-term rate (traditional policy) or long-term rates (forward guidance or quantitative easing). Beside estimating VAR-based impulse response functions, we used the

intertemporal budget constraint identity to obtain a decomposition of unexpected inflation (conditional on monetary policy) into several components: the primary deficit, returns on the market value of government debt, and output growth. We modelled this relationship using euro area aggregate data and a newly constructed dataset for France, Germany, Italy and Spain.

Our framework is inspired by Hall and Sargent (1997) and Cochrane (2019, 2020). Common to their approach is to start from the general government intertemporal budget constraint as an equilibrium identity linking the market value of the debt to future discounted primary surpluses.

From that budget constraint, one can obtain a linearized identity that, in words, is of the following shape:

Inflation

(impact) – Nominal Returns (impact) =

–

(cumulated Surplus + cumulated Growth)

+

(cumulated future Nominal Returns – cumulated future Inflation),

where each term is to be thought of as an unexpected change.

The intuition is that an unexpected contemporaneous increase in inflation – if not matched by a movement in contemporaneous returns – has to correspond to either a decline in the (cumulated) surplus to GDP

ratios, or a decline in cumulated GDP growth, or a rise in the discount rates [\[1\]](#).

These adjustments in the aggregate can happen as a combination of symmetric or asymmetric changes at the country level.

Since this identity involves bond returns, inflation and fiscal variables, it can be used to learn about the fiscal-monetary adjustment dynamics in an otherwise unrestricted empirical model.

To apply this framework to the euro area we need to extend it to the case of a single central bank and multiple fiscal authorities.

We focus on a stylised description of the EMU in which each country can issue debt and hence faces different market rates (and returns). Inflation at the euro area level is determined by the aggregate fiscal and monetary stance, and the aggregate fiscal stance is the sum of the fiscal positions of individual states that may or may not balance their budgets independently, and take inflation as given. Such a description is open to nuances such as divergences in the national inflation rates in the medium-run, and fiscal transfers across countries to help balancing out national fiscal imbalances. Whether such mechanisms operate or not is an entirely empirical matter.

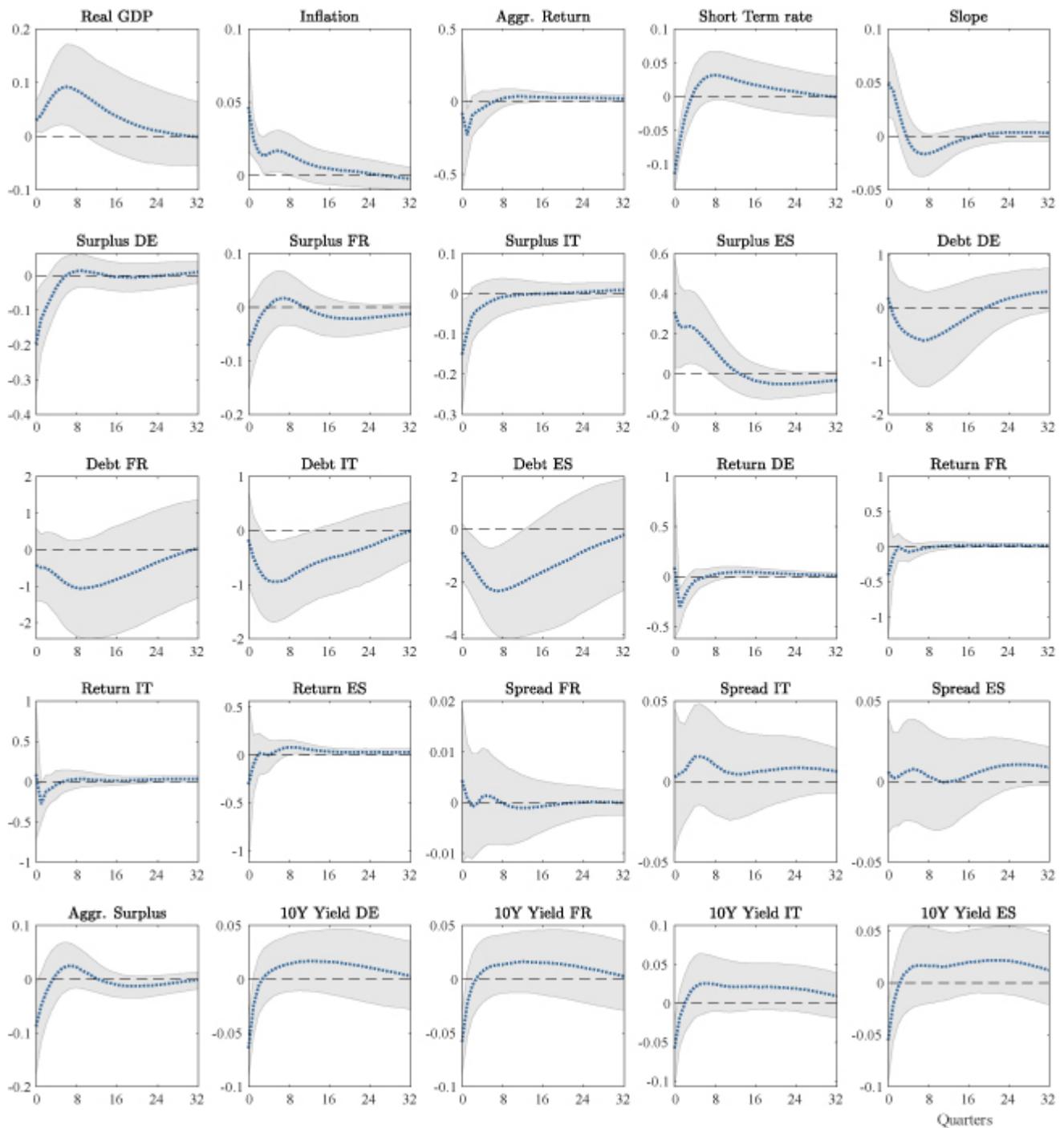
**Conventional
monetary policy and the fiscal stance**

We identify the shocks in the model using a combination of sign restrictions, as in Uhlig (2005), and the recently proposed narrative sign restrictions of Antolin-Diaz and Rubio-Ramirez (2018). In addition to traditional sign restrictions, we constrain an expansionary conventional monetary policy shock (MP) to have a negative impact on the short- and long-term interest rates, a positive impact on output, and a positive impact on inflation and inflation expectations for the first three quarters (inflation moving by a larger amount). We separately identify the MP and unconventional monetary policy shocks (UMP) based on their differential impacts on the yield curve. The MP shock is assumed to move short term interest rates by a larger amount than long term rates, leading to a steepening of the yield curve. The UMP shock has the opposite effect on the slope. We also assume that monetary policy shocks are neutral and do not affect real GDP, in the long-run. [\[2\]](#)

A first set of results pertains to conventional monetary policy (Figure 1). GDP and inflation respond as expected: there is a hump-shaped impact on GDP, peaking at about 0.1% in the second year, and an immediate impact on inflation and inflation expectations. In line with the transitory nature of the shock, the impact on long-term yields is both small in magnitude and short lived.

What is more interesting for our discussion are the responses of the fiscal variables. For the aggregate we estimate an immediate decline in the surplus-to-EA-GDP ratio which, as shown in Figure 1, is driven by France, Germany and Italy, whereas Spain responds with a surplus. The value of debt-to-EA-GDP ratio falls for all countries in the first two years, although there is a high degree of uncertainty in these estimates.

Figure 1 – Impulse response functions to a one standard deviation conventional monetary policy shock (easing) in the euro area



Note: The shock is a small cut in the short-term interest rate, of about 10 basis points. The impulse response of real GDP is reported in level, i.e. as percentage deviation from the steady state. All other impulse responses are reported as annualized percentage-point deviations from the steady state. For details on the quarterly data construction and which variables enter the estimation, see appendix B of Reichlin et

al. (2021). Inflation and interest rates are in % (annualized). Slope is the German long-term interest rate minus the euro area short-term interest rate. Returns are nominal returns in % (annualized) on the portfolio of government debt, inferred from debt and surplus. Spreads are country long-term interest rates minus the German long-term interest rate. Debts are 400 times the logarithm of the following ratio: country debt over quarterly euro area GDP. Surpluses denote 400 times country primary surplus over quarterly euro area GDP, scaled by country debt over quarterly euro area GDP at steady state.

The response of the return on government debt is ambiguous since it is driven by both short- and long-term interest rate movements, while sovereign spreads do not appear to react significantly to the conventional MP shock, indicating a symmetric transmission across the euro area.

Long-term results (not shown here) point to a decomposition of unexpected inflation which is split by fiscal policy easing in the same direction as monetary policy and a relatively muted response of returns on the market value of the debt. As we will see in the next section, this contrasts with the response to unconventional monetary policy. These results have to be understood as indicative, since long-run estimates are necessarily imprecise due to the uncertainty in the assumptions on the

level of the steady states.[\[3\]](#)

To summarise, we report evidence of fiscal-monetary coordination conditional on a conventional monetary policy easing: in response to the decline in interest rates, the fiscal authorities allow the surplus-to-EA-GDP ratio to decline. The overall impact of the policy is an increase in output, an increase in inflation, and an insignificant decline in the debt-to-EA-GDP ratio.

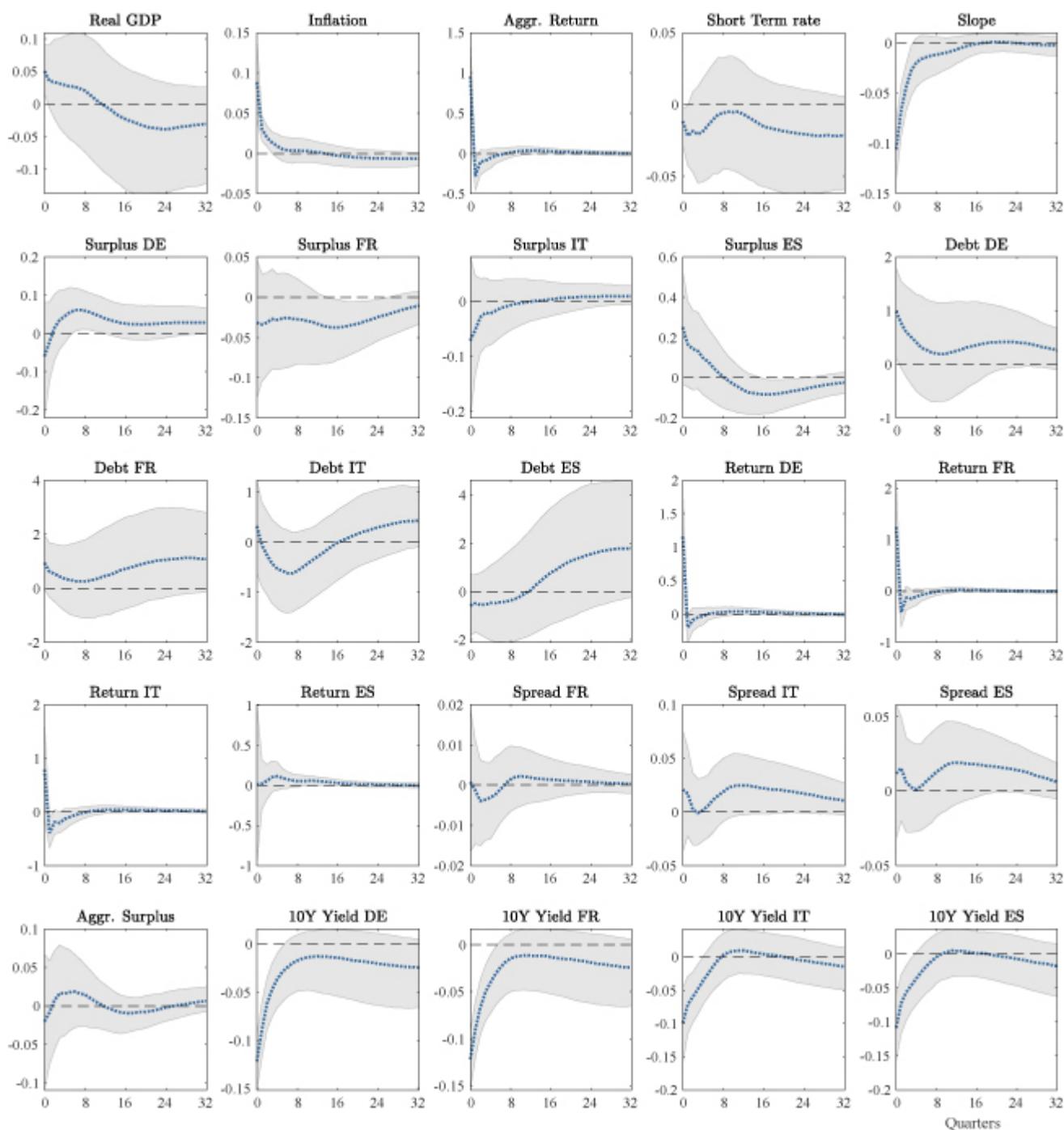
This is not the case for an unconventional monetary policy easing driving long-term interest rates down.

Unconventional monetary policy and crosswinds

A second set of results is reported in Figure 2, for unconventional monetary policy. We observe a small positive reaction of output and a sizable response of inflation on impact, yet both effects are less persistent than in the case of a conventional shock. The effect on the surpluses is negligible and not significant. While the value of the debt increases on impact for some countries, the response is not significant beyond the first period. This is associated with an unambiguous response in the returns on government debt, which explains this increase in the market value of the debt in Germany and France.

Figure 2 – Impulse response functions to a one standard

deviation unconventional monetary policy shock (easing) in the euro area



Note: A one standard deviation shock corresponds to a 10 basis points decline in the long-term yield. The impulse response of real GDP is reported in level, i.e. as percentage deviation from the steady state. All other impulse responses are reported as annualized percentage-point deviations from the steady state. For details on the quarterly data construction and which variables enter the estimation, see appendix B of Reichlin et al (2021). Inflation and interest rates are in %

(annualized). Slope is the German long-term interest rate minus the euro area short-term interest rate. Returns are nominal returns in % (annualized) on the portfolio of government debt, inferred from debt and surplus. Spreads are country long-term interest rates minus the German long-term interest rate. Debts are 400 times the logarithm of the following ratio: country debt over quarterly euro area GDP. Surpluses denote 400 times country primary surplus over quarterly euro area GDP, scaled by country debt over quarterly euro area GDP at steady state.

Let us now show results for the inflation decomposition in the long-run:

Table 1. Inflation Decomposition – Unconventional Monetary Policy Shock

Variable (unexpected) / Country	Germany	France	Italy	Spain	Total
Inflation (impact)					0.09
– Return (impact)	-(0.43)	-(0.34)	-(0.17)	-(0)	-(0.95)
– Cumulated Growth					0
– Cumulated Surplus	-(0.6)	-(0.33)	-(0.08)	-(0.05)	-(0.14)
+ Cumulated future Return	0.03	-0.48	-0.21	-0.03	-0.69
– Cumulated future Inflation					-(-0.01)

Unexpected inflation decomposition in terms of changes to returns and future cumulated changes to growth, surplus, returns and inflation. The country columns display numbers weighted by country shares. For details on the quarterly data construction and which variables enter the estimation, see appendix B of Reichlin et al (2021). Inflation is in % (annualized). Returns are nominal returns in % (annualized) on the portfolio of government debt, inferred from debt and surplus. Surpluses denote 400 times country primary surplus over quarterly euro area GDP, scaled by country debt

over quarterly euro
area GDP at steady state.

The unexpected inflation decomposition reported in the table shows that the 10 basis points (bps) decline in the long-term rate due to the unconventional monetary policy shock corresponds to a large adjustment in the nominal returns, which jump by 95 bps in the short run and then contract by 69 bps in the future. Overall inflation movements are muted, about a half of what is seen in the case of conventional monetary policy. We have a jump by 9 bps in the short run, and then a cumulated decline by 1 bps in the future. Thus, the real discount rate term is -68 bps. While in the case of conventional monetary policy we have seen a cumulated deficit in the long-run, here we have a cumulated primary surplus to GDP ratio response of 14 bps, generating crosswinds in the aggregate. This long-run finding is mainly to be attributed to Germany.

The muted fiscal response conditional on an UMP shock is telling us that when that policy was active, i.e. since the 2008 crisis (first via targeted loans, then via forward guidance and asset purchases), fiscal authorities did not use the fiscal space afforded by the decrease in long-term rates. The response of the primary surplus to a monetary policy easing is insignificant in the short-run and overall positive in the long-run,

unlike in the case of conventional policy (negative both at business cycle frequency and in the long-run).

These results come with two warnings. First, as we have seen, estimates are quite imprecise. Second, long run results are also sensitive to assumptions on the steady state, as already commented. This is a problem hard to address given the short sample and the evolving policy landscape.

To sum up, in contrast with the conventional monetary policy case, the response of inflation and output is muted, and there is no fiscal expansion.

Conclusions

In the euro area the empirical fiscal-monetary mix appears to vary depending on the conventional (i.e. affecting the short-term interest rate) or unconventional (i.e. shifting the long end of the yield curve) nature of the monetary policy shock.

Key in this difference are two factors: (i) the movement of the returns on the value of the debt, which depends on the change in yields at the relevant maturity, and (ii) the response of the primary surplus, which depends on fiscal policy.

Nonstandard monetary policy has a much larger effect on returns since, given the average debt maturity, long-term yield changes have a higher impact on returns than changes in the short-rate. The

long-run price level is lower than in the conventional policy case, while the primary surplus response is muted and slightly positive in the long-run.

The interpretation of this result is as follows: when unconventional monetary policy was implemented – post financial crisis – the combination of high legacy debt and fiscal rules constrained the fiscal response, determining a situation in which the monetary and fiscal authorities worked against one another.

Paradoxically, when the economy was at the ELB, in a situation in which fiscal policy is more powerful than monetary policy, the responsibility for stabilization fell on the shoulders of monetary policy alone.

References

Antolin-Diaz, Juan and Juan Francisco Rubio-Ramirez, “Narrative Sign Restrictions for SVARs,” *American Economic Review*, October 2018, 108 (10), 2802-29.

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, Xavier Debrun “It’s All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together”. *Geneva Reports on the World Economy* 23, 2021.

Cochrane, John H, “The fiscal roots of inflation,” *Technical Report*, National Bureau of Economic Research 2019.

Cochrane, John H., "The Fiscal Theory of the Price Level", Unpublished, 2020.

Draghi, Mario, "Unemployment in the euro area," Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Annual central bank symposium in Jackson Hole, European Central Bank 2014.

Hall, George J. and Thomas J. Sargent, "Interest rate risk and other determinants of post-WWII US government debt/GDP dynamics," American Economic Journal: Macroeconomics, 2011, 3 (3), 192-214.

Lagarde, Christine, "Monetary policy in a pandemic emergency," Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking, European Central Bank 2020.

Reichlin, Lucrezia and Ricco, Giovanni and Tarbé, Matthieu, Monetary-Fiscal Crosswinds in the European Monetary Union (May 1, 2021). CEPR Discussion Paper No. DP16138.

Schnabel, Isabel, "Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound," Keynote speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Third Annual Conference organised by the European Fiscal Board on "High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress", European Central Bank 2021.

Uhlig, Harald, "What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure," Journal of

[1] Cochrane (2019) then further decomposes the contemporaneous nominal return term, between a future inflation term and a future real discount rate term, by assuming a geometric maturity structure. Unexpected inflation has to correspond to a decline in expected future surpluses, or a rise in their discount rates.

[2] We complement the restrictions on impulse responses with narrative sign restrictions, following Antolin-Diaz and Rubio-Ramirez (2018). In particular we assume that: (i) a contractionary (negative) conventional monetary policy shock happened on the third quarter of 2008 and the first quarter of 2011, and it was the single largest contributor to the unexpected movement in the short-term interest rate during those two periods; (ii) an expansionary (positive) unconventional monetary policy shock took place on the first quarter of 2015, and it was the single largest contributor to the unexpected movement in the term spread between the German long-term interest rate and the short-term interest rate during that period.

[3] Our steady state assumptions are consistent with the debt-to-Euro-Area-GDP ratios of each of the countries being equal to their historical average, and the primary surpluses being zero in the long run. We

also impose that the steady state inflation rate is equal to 1.9%, 'below but close to 2%' as specified by the ECB's inflation objective. For real GDP growth, we fix the steady state at 1.5%, close to the sample average. Consistent with our choice for the steady state surplus, we fix the steady-state returns on the government debt portfolio at



Finally, the short-term real interest rate is assumed to be 1% in steady state, the spread between the long- and short-term interest rates to be 100 basis points, the sovereign spread to be 50 basis points for France, and 100 basis points for Italy and Spain.