



**Table ronde Euro 50 – CF40 – CIGI**

**Paris, 25 octobre 2018**

**Discours de François Villeroy de Galhau,  
Gouverneur de la Banque de France**

**« Sortir des politiques monétaires non conventionnelles  
dans un monde incertain »**

*Contact presse : Mark Deen ([mark.deen@banque-france.fr](mailto:mark.deen@banque-france.fr)).*

Mesdames et Messieurs,

Bienvenue à Paris. C'est un plaisir de vous accueillir à la Banque de France pour cette conférence sur la sortie des politiques monétaires non conventionnelles. Je dois dire que le moment est bien choisi pour un tel débat : je viens juste de revenir de Francfort où se tenait une réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la BCE. Comme d'autres banques centrales, nous poursuivons à présent une stratégie de normalisation progressive dans un monde incertain. Permettez-moi de commencer en vous présentant quelques éléments clés concernant notre **stratégie domestique** pour la zone euro, avant d'évoquer les défis auxquels nous sommes confrontés collectivement au **niveau mondial**.

\*\*

## **1. La politique monétaire dans la zone euro : où allons-nous ?**

La zone euro connaît actuellement une **expansion économique généralisée**. Le deuxième trimestre 2018 a été le 21<sup>ème</sup> trimestre consécutif de croissance économique. 9,2 millions d'emplois ont été créés depuis 2013 et le taux de chômage est revenu de 12,1 % à 8,1 %, même si ce chiffre demeure encore trop élevé. L'écart de production (*output gap*) était probablement comblé à la fin de l'année dernière. Des données d'enquête récentes sur les perspectives de croissance font état d'un léger affaiblissement, qui est toutefois moins marqué pour la France.

Mais nos perspectives d'inflation continuent de se raffermir. On observe des signes croissants de tensions sur le marché du travail et la croissance des salaires nominaux s'accélère : la courbe de Philips est de nouveau à l'œuvre, bien qu'un peu plus tardivement que prévu, et cela devrait se transmettre à l'inflation sous-jacente qui accuse un retard en raison des effets temporaires de l'appréciation des termes de l'échange et du recul des marges bénéficiaires des entreprises. Au Conseil des gouverneurs, nous sommes donc de plus en plus confiants dans un retour durable de l'inflation vers notre objectif, notre prévision de 1,7 % chaque année en 2018, 2019 et 2020 justifiant nos décisions prises à l'unanimité.

À côté de ces éléments positifs, il existe toutefois des incertitudes croissantes : le protectionnisme – j'y reviendrai ; l'augmentation des prix du pétrole ; les choix de politique économique aux États-Unis – une normalisation justifiée de la politique monétaire assortie d'une relance budgétaire moins justifiée – qui mettent en difficulté de nombreux pays émergents ; et des valorisations sur les marchés boursiers qui, après la dernière correction, peuvent apparaître plus conformes aux fondamentaux économiques et à la rentabilité des entreprises, mais demeurent volatiles en raison également des risques géopolitiques. En Europe, la politique budgétaire italienne est suivie de près par les investisseurs. Et enfin il y a le Brexit, même si son impact macroéconomique direct sur la zone euro devrait être faible.

Comment, en tant que banquiers centraux de la zone euro, réagir face à cet environnement économique ? En combinant deux objectifs apparemment contradictoires, la clarté et la flexibilité.

S'agissant de la **clarté**, notre premier devoir, en tant que décideurs, est de fournir des repères permettant de guider les acteurs économiques et les marchés financiers dans un brouillard d'incertitudes de plus en plus dense. Pour que nos indications soient fiables, nous devons être aussi clairs, crédibles et cohérents que possible. Nous ne pouvons pas être clairs comme un horaire des trains, mais plutôt comme le capitaine qui fixe le cap et s'adapte au vent et aux vagues.

La séquence des étapes vers la normalisation de notre politique monétaire est donc très prévisible :

- premièrement, nous avons réduit de moitié nos achats d'actifs ce mois-ci, les ramenant à 15 milliards d'euros et nous y mettrons probablement fin en décembre ;
- deuxièmement, nous définissons un axe de direction avec notre *forward guidance* à long terme : nous maintiendrons les taux d'intérêt à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 ;
- et troisièmement, nous conserverons notre stock d'actifs aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Permettez-moi d'insister ; la fin des achats nets d'actifs ne sera pas la fin de notre stimulus monétaire, loin de là.

De plus, cette séquence ne dépend pas des incertitudes budgétaires qui peuvent apparaître dans certains États membres. La position du Conseil des gouverneurs est claire sur le fait qu'il n'y a pas de prépondérance budgétaire (*fiscal dominance*) dans la zone euro et qu'aucune politique budgétaire nationale n'influence notre politique monétaire commune.

La cohérence dont nous avons fait preuve jusqu'à présent fonde aussi notre crédibilité pour l'avenir. Depuis mars 2016, nous avons pris des décisions environ tous les neuf mois sur l'évolution de nos achats nets. Nous avons à chaque fois donné de la visibilité sur les douze mois suivants ; et nous avons toujours tenu les calendriers indicatifs prévisionnels que nous avons donnés, sans prolongation des délais.

J'en viens à présent à la **flexibilité**. Notre séquence est claire mais les détails de sa mise en œuvre sont flexibles et dépendants de la situation. Nous avons inclus plusieurs options, qu'il s'agisse de la date précise du premier relèvement des taux d'intérêt directeurs et de leur trajectoire par la suite, ou bien du rythme de nos réinvestissements. La trajectoire future de nos taux d'intérêt fait l'objet de maintes spéculations, mais à ce stade, j'estime qu'il n'y aurait

aucun intérêt à troquer notre flexibilité de demain contre plus de clarté aujourd'hui. Au-delà, comme Mario Draghi l'a mentionné aujourd'hui, la question des TLTRO devra être examinée.

Face à l'incertitude, il est souvent fait référence au célèbre « principe de conservatisme » de Brainard<sup>i</sup> (réinterprété par Alan Blinder<sup>ii</sup>). Il ne s'agit pas, comme on l'entend parfois, d'un avertissement général appelant à agir prudemment quand le monde est incertain. Le « principe de conservatisme » de Brainard dit seulement que vous devez agir prudemment si vous n'êtes pas certain de l'effet de votre instrument de politique monétaire sur votre objectif. Mais nous devons aller au-delà d'une vision statique du principe de Brainard (se concentrant sur une seule petite étape) : une vision dynamique consisterait à inclure la dimension temporelle et à déterminer comment gérer et communiquer sur une séquence d'étapes graduelles.

## **2. Comment pouvons-nous répondre collectivement aux tensions internationales ?**

Les tensions s'intensifient dans l'environnement international, à commencer par le **protectionnisme**. Outre le choc de politique commerciale direct résultant d'une hausse des droits de douane, au moins deux facteurs peuvent accentuer la baisse du PIB mondial : un recul de la demande d'investissement dû à la baisse de la confiance des chefs d'entreprise liée à l'incertitude, et une hausse du coût de financement du capital en raison d'une accentuation du risque réel ou perçu lié à l'emprunteur. Selon les estimations réalisées par la Banque de France à partir de modèles, l'impact négatif sur le PIB d'une hausse des droits de douane est 2 à 3 fois plus important lorsque l'on prend en compte ces canaux indirects. De plus, cette accentuation de l'incertitude peut produire des effets négatifs très rapidement, avant même que la mise en œuvre des mesures protectionnistes ne soit effective. Cela dit, le protectionnisme constitue avant tout un choc d'offre négatif, assorti d'effets stagflationnistes. En tant que tels, les effets négatifs du protectionnisme ne peuvent et ne doivent pas être pris en compte par la politique monétaire.

En dépit des menaces protectionnistes, l'économie mondiale poursuit sa forte expansion, à un rythme de 3,7 % cette année. Lors de nos dernières réunions au FMI, nous avons très souvent utilisé le joli mot français de « plateau » pour décrire la croissance mondiale. Mais ce « plateau » n'est pas uniforme : la forte accélération aux États-Unis, même si elle est temporaire et fragile, est contrebalancée par une modération ailleurs. En résumé, nous sommes en train de passer d'une croissance synchronisée à une **divergence économique**.

Par conséquent, certains pays pourraient souffrir de la hausse actuelle des taux d'intérêt aux États-Unis. En 2013, dans un célèbre article, Hélène Rey<sup>iii</sup> affirmait que des taux de change flottants n'étaient pas suffisants pour que les pays ayant un compte de capital ouvert soient

indépendants vis-à-vis de la politique monétaire américaine. Si le trilemme est en fait un dilemme, alors les pays devront choisir entre indépendance monétaire et fermeture de leur compte de capital.

Je voudrais remettre en question le caractère universel et absolu de ce dilemme. Par exemple, je suis certain que la zone euro est capable de fixer son propre cap. Notre programme d'achats d'actifs a contribué à un écart de rendement (*spread*) de plus de 250 points de base sur les emprunts publics à 10 ans aux États-Unis et en Allemagne. De même, l'écart entre les taux directeurs aux États-Unis et dans la zone euro est le plus important observé depuis 2009. Plus techniquement, une règle de Taylor estimée pour la zone euro intégrant la politique monétaire américaine comme facteur explicatif ne fait apparaître qu'une très faible corrélation entre les deux politiques monétaires.

De plus, les pays semblent se répartir le long d'un *continuum*, allant des pays qui affichent une indépendance totale à ceux dont le taux de change est ancré au dollar. Ils ne sont donc pas tenus d'occuper l'une ou l'autre des positions extrêmes mais peuvent choisir une position intermédiaire. Par exemple, imposer des restrictions temporaires aux flux de capitaux transfrontières pourrait permettre à un pays de retrouver une indépendance partielle mais non totale de sa politique monétaire.

Mais que peuvent faire de plus les banquiers centraux pour remédier aux tensions créées par cette divergence économique ? En d'autres termes, comment concilier un autre couple tout aussi paradoxal, à savoir **indépendance** et **coopération** ? J'estime que nous pouvons et devons agir pour renforcer la coopération entre banques centrales, en nous appuyant sur quatre éléments fondamentaux :

- la prévisibilité mutuelle dans l'élaboration de nos politiques monétaires. Nous nous rapprocherons le plus d'une solution de coopération si nous évitons les grosses surprises entre décideurs. Alors que le multilatéralisme commercial est en risque, le multilatéralisme monétaire et financier tient bon, fort heureusement. Cela signifie notamment de continuer à favoriser le dialogue et l'échange d'informations entre banques centrales et d'être très clair sur nos choix de régime de politique monétaire. Nous devons apprécier comme elle le mérite la « grande convergence » de nos objectifs au cours des quinze dernières années. Dans les principales économies avancées, nous avons maintenant une politique de ciblage de l'inflation domestique autour d'un objectif de 2 % à moyen terme.
- nous refusons toute guerre des monnaies, comme nous l'avons clairement affirmé dans le communiqué unanime issu de la réunion qui s'est tenue ce mois-ci à Bali : « Nous n'établirons pas de cible de taux de change à des fins de concurrence ».

- s'agissant des mesures de gestion des flux de capitaux, nous devons apporter notre contribution aux réflexions engagées au sein des organisations internationales compétentes et donner la priorité aux solutions pratiques et pragmatiques – de type FMI – plutôt qu'à une pureté toute dogmatique.
- enfin, comme le Groupe des personnalités éminentes du G20 (*G20 Eminent Persons Group* - EPG) présidé par Tharman Shanmugaratnam, l'a très justement souligné dans son récent rapport, nous devons mettre en place un filet de sécurité financier mondial avant la prochaine crise et coordonner ses différentes strates. Cela devrait inclure « une facilité permanente de liquidité du FMI ». Le filet de sécurité financier mondial constitue la meilleure garantie que nous puissions avoir contre les risques engendrés par la divergence économique, et son coût est limité.

\*\*

Je voudrais conclure par une citation de Voltaire, qui, en 1770, écrivait: « le doute n'est pas un état bien agréable, mais l'assurance est un état ridicule »<sup>iv</sup>. Dans ces temps de doute, en tant que banquiers centraux, nous devons être prévisibles sans être pré-engagés – ou, comme le dirait Voltaire, nous devons donner de la clarté sans prétendre à la certitude. C'est précisément l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE : nous nous engageons à donner le plus de clarté possible ; de la clarté et non de la certitude, qui n'est ni possible ni souhaitable. Je vous remercie de votre attention.

---

<sup>i</sup> Brainard, W. (1967), "Uncertainty and the effectiveness of policy" the American Economic Review, Vol. 57, No. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, Mai, p. 411-425.

<sup>ii</sup> Blinder, A. (1999), Central Banking in Theory and Practice, the Lionel Robbins lectures, MIT Press, Cambridge Massachusetts.

<sup>iii</sup> Rey, (H.) (2013) « Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence », Jackson Hole conference proceedings, Kansas City Fed.

<sup>iv</sup> Lettre au Prince royal de Prusse (28 novembre 1770).