



Symposium Banque de France & 34^{ème} colloque SUERF

À l'occasion du 20^{ème} anniversaire de l'euro

Zone euro : tenir le cap dans un monde incertain

28 mars 2019

Remarques introductives de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Bonjour à tous et bienvenue à Paris. Cet évènement n'est pas seulement le 34^{ème} colloque SUERF mais également le 10^{ème} symposium international de la Banque de France. C'est également le dernier symposium de Marc-Olivier et je voudrais le remercier chaleureusement ainsi que les équipes du SUERF et de la Banque de France pour l'excellent travail qu'elles ont accompli. Je voudrais également exprimer ma gratitude envers les intervenants et les modérateurs, qui vont jouer un rôle essentiel pour « tenir le cap dans un monde incertain ». Dans cette introduction, je vais simplement décrire différents types d'incertitude avant d'examiner leurs éventuelles implications pour la politique économique.

**

1. On peut distinguer quatre différents types d'incertitude

On parle souvent de l'incertitude comme s'il s'agissait d'un phénomène unique. Or, il existe de multiples sources et formes d'incertitude qui ont des conséquences différentes sur la manière dont les décideurs peuvent et doivent réagir. Pour introduire vos débats des deux prochains jours, j'en évoquerai quatre.

Premièrement, l'incertitude sur l'état de l'économie

Le fait de ne pas savoir précisément où en est l'économie est une forme d'incertitude à laquelle nous sommes constamment confrontés. Les données « subjectives » (*soft data*), telles que les enquêtes et indicateurs de confiance, ainsi que les signaux des marchés ne concordent pas toujours avec les statistiques officielles objectives (*hard statistics*), dont on prend généralement connaissance avec un certain décalage. Il existe des techniques statistiques pour combiner ces sources et produire une estimation rapide ([contemporaine]: *nowcast*) mais les intervalles d'erreur autour de ces estimations centrales sont encore assez larges. Surtout, ces techniques n'apportent pas de réponse à l'un des problèmes les plus difficiles : comment

interpréter des facteurs dits « idiosyncratiques » ? Par exemple, dans quelle mesure le récent essoufflement de l'économie allemande est-il dû à l'industrie automobile et aux nouvelles normes d'émission ou au bas niveau du Rhin et peut-être au changement climatique ? Ce sont des questions très difficiles à résoudre.

Deuxièmement, l'incertitude liée à la trajectoire future

Si l'on ne parvient pas à se situer avec certitude, on sait encore moins où l'on va ; ne serait-ce qu'en raison des chocs que l'on ne peut prévoir précisément. Le ralentissement possible en Chine ou les différents choix concernant le Brexit – ce dont vous allez débattre aujourd'hui – en sont deux exemples.

La dynamique économique dépend également de la dynamique sous-jacente qui est très difficile à évaluer. L'actuel ralentissement de la croissance est-il temporaire ou va-t-il se poursuivre ? Récemment, les projections macroéconomiques de la BCE relatives à la croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, fortement pour 2019 mais légèrement pour 2020.

Troisièmement, l'incertitude stratégique

Dans certains cas, l'incertitude à laquelle nous sommes confrontés dépend de ce que d'autres décideurs vont faire. Cela est particulièrement pernicieux lorsque l'imprévisibilité est considérée comme une source d'avantage stratégique. Par exemple, la menace, en apparence crédible, de prendre des mesures aboutissant à un désavantage mutuel peut inciter l'autre partie à faire des concessions (ou pas). C'est ce que Richard Nixon, ancien Président des États-Unis, appelait la « théorie du fou » en parlant de la guerre du Vietnam et cette notion trouve actuellement écho dans les conflits commerciaux que nous connaissons à l'échelle internationale. Ce comportement nuit au multilatéralisme qui a été une source importante de stabilité et de croissance

pendant de nombreuses décennies. Si l'incertitude stratégique est source d'avantage unilatéral, elle ne se dissipera pas, mais restera une source de risque latent pour la politique économique.

Enfin, l'incertitude liée aux changements structurels et à la politique monétaire

Certains changements structurels qui se produisent, notamment dans l'économie de la zone euro, mais également ailleurs, sont mal compris. La transition démographique en cours, par exemple, modifie les décisions liées à l'emploi, à l'investissement et à l'épargne, ce qui réduira probablement le taux d'intérêt naturel.

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire semblent également en train d'évoluer. Une période prolongée de politique monétaire accommodante a stimulé la croissance et l'emploi, ce qui s'est finalement traduit par une augmentation du salaire nominal : cette première partie de la courbe de Phillips est à l'œuvre. Mais l'augmentation du salaire nominal ne s'est pas encore transmise à l'inflation sous-jacente. Cela devrait finir par être le cas, mais les questions plus pertinentes – quand et dans quelle mesure ? – n'ont pas de réponse claire. Par conséquent, il n'y a pas de relation mécanique unique entre les instruments de politique monétaire et l'inflation, mais plutôt une distribution de réponses probables. En outre, les différences observées entre pays de la zone euro (ou entre États aux États-Unis) du point de vue des tendances démographiques et des choix de politiques structurelles sont susceptibles de créer ou de perpétuer l'hétérogénéité entre grandes zones monétaires, sujet dont vous débattrez demain matin.

2. Comment répondre à de telles incertitudes ?

Sans préjuger des discussions à venir, permettez-moi de proposer quelques réponses possibles.

J'examinerai, dans un premier temps, la question de l'incertitude entre banquiers centraux quant à la politique monétaire. Jusqu'à présent c'est, fort heureusement, la plus simple : nous ne sommes pas engagés dans ce que l'on appelle en anglais « game of chicken » que l'on pourrait traduire par le « jeu des poules mouillées » ; et la clarté qui prévaut entre nous quant aux intentions de politique monétaire profite à tous. Les échanges fréquents que nous avons à la BRI, au G7, au G20 et même lors d'événements tels que ce Symposium sont précieux pour établir une confiance mutuelle et écarter l'éventualité de surprises importantes en matière de politique monétaire. Nos politiques monétaires sont indépendantes, ce qui est légitime, mais elles sont concertées et nous nous engageons à éviter les guerres monétaires. Il est évident que la clarté quant à nos fonctions de réaction s'étend également aux marchés financiers et au grand public.

Deuxièmement, comment pourrions-nous répondre à l'incertitude relative à l'état de l'économie et à celle liée à la trajectoire future ? La réponse théorique, qui remonte à Theil et Tinbergen, consiste à concevoir l'hypothèse la plus probable, puis à agir comme si l'on en était complètement sûr. Il s'agit de l'approche parfois qualifiée de l'« équivalent certain ». Il existe toutefois dans ce type de modèles des hypothèses de symétries qui ne se vérifient pas nécessairement dans le monde réel. L'incertitude entourant la prévision centrale peut être faussée dans une direction.

Le fait d'appliquer l'approche de l'équivalent certain suppose également que l'on considère de manière égale les erreurs à la hausse et les erreurs à la baisse. Mais dans la mesure où l'inflation demeure inférieure à l'objectif, de même que les anticipations d'inflation à long terme [*market-based long-term*

inflation expectations], des chocs à la hausse seraient actuellement mieux accueillis que des chocs à la baisse.

À ce stade, permettez-moi d'ajouter quelques mots sur les taux négatifs dans le prolongement des remarques que j'avais faites à Lisbonne en février dernier, et d'énoncer une évidence : nous sommes en mars 2019, non en mars 2016, date à laquelle nous avons abaissé le taux de la facilité de dépôt à $-0,40\%$. Cet intervalle de temps a deux conséquences :

- Premièrement, il existait, à ce moment-là, des risques déflationnistes importants et nous avons décidé en conséquence un calibrage fort de nos réponses monétaires. Ces risques déflationnistes s'étant à présent atténués, il est évident qu'il n'y a aucune raison de fixer des taux encore plus négatifs.
- Deuxièmement, nous avons un recul de 3 ans concernant les effets combinés exercés par nos différents outils de politique monétaire non conventionnels, notamment les taux négatifs, sur l'intermédiation financière et leur impact sur la transmission de notre politique monétaire – dont les effets combinés pourraient avoir évolué au fil du temps. Ainsi, Mario Draghi a souligné à juste titre que nous devons approfondir le suivi du canal du crédit bancaire et réfléchir aux mesures possibles que nous pouvons prendre pour préserver les effets favorables des taux négatifs pour l'économie, tout en atténuant leurs éventuels effets indésirables.

L'incertitude knightienne est une situation différente dans laquelle il n'est pas possible d'attribuer des probabilités ; il s'agit d'un concept que reconnaîtrait instantanément toute personne essayant de prévoir les récents soubresauts de la Chambre des communes. Dans de telles situations, on soutient généralement que la meilleure stratégie consiste à essayer d'éviter les conséquences les plus défavorables, comme nous l'avons fait en nous préparant à un Brexit sans accord. Et il faut parfois faire preuve d'audace pour

éviter des résultats vraiment mauvais, exactement comme l'a fait Mario Draghi quand il a déclaré que l'Eurosystème ferait « tout ce qui est nécessaire ».

Troisièmement, comment devons-nous réagir face à l'incertitude relative aux liens structurels ? L'incertitude relative au mécanisme de transmission est souvent utilisée pour justifier le fait d'agir de manière progressive. Se décrivant parfois comme « marchant sur la pointe des pieds dans l'obscurité », un banquier central qui suit le principe de Brainard modère sa réponse aux chocs inflationnistes s'il n'est pas certain de la sensibilité précise de l'inflation à la politique monétaire. Mais plus il se montre prudent lors de cette première étape, plus il doit être prêt à prendre des mesures supplémentaires : le gradualisme n'est pas l'inaction.

Les changements structurels dans l'économie modifient également en permanence la dynamique économique et les relations d'équilibre, telles que r^* (le taux d'intérêt neutre) et u^* (le taux de chômage dit naturel). Mais comme l'a souligné John Williams de la Réserve fédérale de New York, ces étoiles s'apparentent davantage aujourd'hui à une tâche floue qu'à une unique source éclatante de lumière. Même si elles peuvent contribuer à l'orientation globale de la politique monétaire, l'incertitude entourant ces étoiles est trop grande pour permettre une navigation précise.

Par conséquent, dans l'ensemble, les orientations théoriques quant à la manière de répondre à l'incertitude restent elles-mêmes ouvertes, c'est le moins que l'on puisse dire. Ma compréhension des débats actuels me conduit à formuler les quatre suggestions pragmatiques suivantes de nature, je l'espère, à alimenter vos discussions.

1. Rester très clairs sur vos objectifs – les périodes d'incertitude ne sont pas le bon moment pour susciter des doutes supplémentaires sur, par

exemple, votre cible d'inflation et sur votre capacité et votre détermination à utiliser vos outils au cours d'une séquence prévisible.

2. Mais, tout en restant cohérent avec votre orientation, il faut être très flexible s'agissant du calendrier précis et du calibrage de la mise en œuvre de vos mesures. En résumé, être aussi prévisible que possible mais jamais prédéterminés.
3. Agir pour éviter que les pires résultats ne se produisent mais sans apporter une garantie totale, qui créerait un aléa moral.
4. Ne jamais fonder la politique monétaire sur une seule trajectoire attendue pour l'économie.

En conclusion, nous ne pouvons pas chercher à contrôler, ou éviter l'incertitude ; au lieu de cela, nous devons mettre en œuvre les stratégies qui sont les plus robustes face à elle. Le philosophe français Edgar Morin l'a joliment énoncé : « La connaissance progresse en intégrant l'incertitude, non en l'exorcisant ».

En gardant cela à l'esprit, permettez-moi de vous souhaiter à tous un symposium très fructueux, avec des échanges animés et instructifs. Christine, la parole est à vous.