



Séminaire bancaire international annuel du groupe des Trente

14 octobre 2018

Remarques de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

**“ La politique monétaire dans l’environnement actuel :
réconcilier clarté et flexibilité, ainsi qu’indépendance et coopération ”**

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

Bonjour, je souhaite tout d'abord remercier les organisateurs de ce séminaire de me donner l'occasion de m'exprimer devant un auditoire d'une telle qualité.

Je voudrais évoquer deux défis. Le premier est interne à la zone euro : il concerne la façon dont nous, banquiers centraux de la zone euro, décidons et communiquons au sujet de la normalisation progressive de notre politique monétaire dans une période d'incertitudes. Le second défi est collectif : comment nous nous coordonnons face à des trajectoires économiques divergentes.

**

1. Notre défi interne à la zone euro : conjuguer clarté et flexibilité

La zone euro connaît actuellement une expansion économique généralisée. Le deuxième trimestre 2018 a été le 21^{ème} 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. 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. L'écart de production (*output gap*) était probablement comblé à la fin de l'année dernière. Nous sommes 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 notre décision prise à l'unanimité en juin de poursuivre une stratégie de normalisation progressive.

Il existe toutefois des incertitudes croissantes : le protectionnisme pourrait peser sur la confiance des chefs d'entreprise et l'investissement ; de nombreux pays émergents rencontrent des difficultés en raison des choix de politique économique aux États-Unis – une normalisation justifiée de la politique monétaire dans un contexte de relance budgétaire moins justifiée, et des valorisations sur les marchés financiers qui demeurent tendues malgré la récente correction. Au sein de l'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 réagir face à cette incertitude ? En combinant deux objectifs apparemment contradictoires, la clarté et la flexibilité.

La clarté – Notre 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. 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 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 pour réagir aux données qui nous parviennent. Permettez-moi d'illustrer cela de deux façons :

- Une spéculation fréquente porte sur la date précise du premier relèvement des taux d'intérêt directs et sur leur trajectoire par la suite. À l'évidence, nous devons examiner ici l'arbitrage entre plus de clarté aujourd'hui et plus de flexibilité demain. Il est vrai que les courbes des taux anticipés sont légèrement volatiles au-delà du second semestre 2019. Mais à l'heure actuelle, cette volatilité est relativement faible et il en est assurément de même pour les taux d'intérêt qui comptent pour les décisions économiques des ménages et des entreprises. Par conséquent, la balance penche actuellement vers le maintien d'options ouvertes. J'estime qu'il n'y aurait aucun intérêt à troquer notre flexibilité de demain contre plus de clarté aujourd'hui, mais à mesure que nous approcherons de l'été 2019, la balance penchera en faveur de la nécessité de détailler notre *forward guidance*.
- Nous disposons également de flexibilité s'agissant des réinvestissements. Comme l'a indiqué Mario Draghi, nous discuterons bientôt des aspects techniques de nos réinvestissements en 2019 afin de garantir la neutralité vis-à-vis du marché. Mais nous devons conserver nos options ouvertes s'agissant du calendrier de nos réinvestissements au cours des prochaines années.

Face à l'incertitude, il est souvent fait référence au célèbre « principe de conservatisme » de Brainardⁱ (réinterprété par Alan Blinderⁱⁱ). 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. Notre défi commun face à la divergence : conjuguer indépendance et coopération

L'économie mondiale poursuit sa forte expansion mais nous constatons à présent une forte divergence des performances entre les différents pays. Dans les dernières prévisions du FMI, on rencontre très souvent le joli mot français de « plateau » pour décrire la croissance mondiale. Mais ce « plateau » n'est pas uniforme : il masque une forte accélération aux États-Unis, même si elle est temporaire et fragile, contrebalancée par une modération de la croissance dans les autres pays du G7. D'importantes économies émergentes devraient rapidement connaître un ralentissement ou n'enregistrer qu'une faible croissance. En résumé, nous sommes en train de passer d'une croissance synchronisée à une divergence économique.

Dans de nombreux cas, cette divergence reflète des différences de positionnement dans le cycle économique et des chocs idiosyncratiques. Ce qui pourrait en revanche être plus inquiétant, d'un point de vue systémique, c'est que certains pays puissent souffrir de la hausse actuelle des taux d'intérêt aux États-Unis. En 2013, dans un célèbre article, Hélène Reyⁱⁱⁱ 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 contester le caractère universel et absolu de son dilemme. Par exemple, je pense 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.

Les pays semblent plutôt 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. Les pays ne sont 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 peut-on faire de plus 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 ?

À l'évidence, la question n'est pas de revenir à l'époque des accords négociés dans des suites d'hôtel. Mais nous pouvons et devons agir pour renforcer la coopération entre banques centrales. Cette coopération repose sur quatre éléments :

- 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'information 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 notre communiqué unanime de 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, je ne peux que vous citer, Tharman, ainsi que votre impressionnant rapport EPG : « Nous devons impérativement 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.

**

En conclusion, en tant que banquiers centraux, nous devons être prévisibles sans être pré-engagés. En d'autres termes, nous devons donner de la clarté sans prétendre à la certitude.

Voltaire l'a bien résumé en 1770 en affirmant que : « le doute n'est pas un état bien agréable, mais l'assurance est un état ridicule »^{iv}. Dans ces temps de doute, le Conseil des gouverneurs de la BCE s'engage 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.

ⁱ 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, May, pp. 411-425.

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

ⁱⁱⁱ Rey, H. (2013) "Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence", Jackson Hole conference proceedings, Kansas City Fed.

^{iv} Lettre au Prince royal de Prusse (28 novembre 1770).