



Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France,

Société d'économie politique

Paris, 25 mai 2020

«La politique monétaire face à la crise du Covid¹ »

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux d'être parmi vous ce soir pour cet échange, certes virtuel, mais dont l'intensité sera bien réelle pour ce qui est des idées. Et je tiens à remercier chaleureusement votre Président Denis FERRAND pour son aimable invitation.

La crise que nous vivons est sans précédent, par sa brutalité comme par son étendue. Face à cette tempête inédite et l'incertitude qui l'accompagne, les banques centrales ont su réagir, innover et elles doivent rester en alerte. Ces actions entraînent des débats, et des questions profondes de politique monétaire.

Dans ces temps troublés, il faut je crois commencer par rappeler les deux ancres au nom desquelles nous prenons nos décisions. Puis j'en viendrai à notre stratégie actuelle, pour clarifier la hiérarchie de nos objectifs et en conséquence de nos instruments.

**

I. Deux ancres indispensables et permanentes : le mandat, et l'indépendance

En ces temps de turbulence, la BCE reste arrimée par deux ancres indispensables et permanentes : son mandat de stabilité des prix et son indépendance. Ces deux ancres, inscrites dans le Traité sont le fondement juridique de notre action, mais plus encore de la confiance dans notre monnaie de 76 % des citoyens de la zone euro : c'est notre actif essentiel.

Paradoxalement, c'est alors que la BCE et la Banque de France sont plus actives que jamais, que surgissent des critiques contre leur mandat qui devrait s'étendre au-delà de la stabilité des prix, pour inclure la soutenabilité des dettes ou la lutte contre la crise sanitaire, et contre leur indépendance – elles devraient être placées « sous contrôle politique ». Sur l'indépendance, il y a même parfois des résonances étranges entre Karlsruhe et certains débats italiens ou français. Je veux donc, de ces deux ancres, éclairer la raison et préciser le contenu.

Quelles perspectives pour la stabilité des prix ?

Notre mandat de stabilité des prix correspond à une inflation annuelle inférieure à mais proche de 2 % à moyen terme. Ce chiffre de 2 % a été souvent discuté mais il est le point d'équilibre des débats des économistes – qui tous recommandent une cible supérieure à zéro – et l'objectif de **toutes** les grandes banques centrales aujourd'hui.

L'évolution de l'environnement économique est naturellement entourée d'une extrême incertitude, mais sans doute moins sur l'inflation. Il est important cependant de partager plusieurs éclairages sur sa trajectoire possible. À court-terme, le choc sanitaire est désinflationniste, à l'exemple de la baisse du prix du pétrole. L'inflation est aujourd'hui très faible, 0,3 % en ZE et 0,4 % en France en avril ; certes, la mesure des prix suite au confinement s'avère délicate, en raison de la faiblesse des relevés et des transactions et du fait du changement au moins temporaire des habitudes de consommation. Demain, nos estimations poussent à penser que domineront les effets modérateurs sur les prix d'une reprise de la demande plus lente que celle de l'offre. Les conséquences sur le moyen terme pourraient être plus ouvertes, en raison notamment des aléas sur les coûts de production, liés par exemple aux normes sanitaires et environnementales et à la relocalisation potentielle de certaines productions ; les différences selon les secteurs pourraient être importantes et entraîner des variations de prix relatifs plutôt qu'un mouvement général de hausse. Dans les différentes prévisions, l'inflation ne devrait globalement pas dépasser 1 % au moins d'ici 2021, en accord avec les anticipations indiquées par les marchés. Ces évolutions faibles des prix surviennent de plus dans le prolongement d'une décennie durant laquelle l'inflation est restée durablement en-dessous de l'objectif, à 1,3 % en moyenne.

Au-delà des chiffres je veux souligner trois qualifications de notre objectif d'inflation, liées entre elles. Notre objectif d'une inflation proche de 2 % est à la fois symétrique, flexible et de moyen terme :

- **symétrique** : si notre cible centrale est perçue comme un plafond, nous avons moins de chance de l'atteindre. Et donc, clairement, nous serons prêts à l'avenir à dépasser à certains moments le 2 %.

- **flexible** : nous ne pouvons garantir le 2,0 % ni tout le temps, ni tout de suite.

- et en conséquence, de **moyen terme**. Cet objectif de moyen terme doit être considéré de deux manières: il est tourné vers le futur pour guider les anticipations d'inflation ; mais il ne peut aussi complètement ignorer le passé. Faut-il aller jusqu'à cibler une inflation **moyenne** proche de 2 % et donc compenser explicitement insuffisances et excès d'inflation dans le temps ? C'est une question ouverte, qui fera partie de la « revue stratégique » de notre politique monétaire que la BCE reprendra dans les prochains mois. Une question clé est alors la **période** sur laquelle s'apprécierait cette inflation moyenne : il me semble que la crise sanitaire pourrait justifier, à compter de son début, au moins temporairement, un tel « moyennage », ce que le débat américain appelle TAIT (*Temporary Average Inflation Targeting*ⁱⁱ).

L'indépendance pour pouvoir mettre en œuvre le mandat

La BCE est doublement **indépendante** : pour mettre en œuvre le mandat qui lui a été confié démocratiquement par la législation européenne, son action n'est pas soumise aux gouvernements nationaux ni aux interprétations juridiques nationales. D'autre part, son **action** ne répond jamais aux pressions des marchés ni aux modes médiatiques du moment.

Cette indépendance s'avère plus que jamais nécessaire dans le contexte actuel d'augmentation inédite des dettes publiques : la dette de la France devrait dépasser 115 % du PIB à la fin de l'année. La tentation peut alors être forte de céder à la *fiscal dominance* (la « domination budgétaire »). Cela peut prendre des formes différentes, dont deux fréquemment citées qui ont la séduction de l'illusion : l'annulation des dettes publiques détenues par la banque centrale, ou l'idée proche de leur conversion en dette perpétuelle. L'annulation de dette signifierait le financement monétaire des déficits, dont l'interdiction est un pilier fondateur de l'accord de création de l'euro. Plus encore, il convient de dénouer ce mythe de monnaie magiqueⁱⁱⁱ. Il n'y a pas de

« déjeuner gratuit ». Si la Banque Centrale annulait des dettes qu'elle détient, elle constaterait une perte équivalente à son bilan et le patrimoine collectif serait appauvri d'autant. Par ailleurs, les dépôts des banques liés à cette création monétaire devront être rémunérés par la Banque Centrale, lorsque les taux d'intérêt redeviendront positifs, et coûteront donc autant qu'une dette à court terme. Et si, comme le laissent croire certains, la banque centrale s'engageait à ne jamais remonter ses taux d'intérêt, alors s'enclencherait une spirale inflationniste potentiellement incontrôlable.

Quant à la dette perpétuelle, des investisseurs demanderaient pour une dette sans espoir de remboursement des primes de risque et donc des taux d'intérêt élevés, beaucoup plus coûteux que la dette actuelle.

Ainsi, nous ne pouvons pas faire de miracle monétaire ni juridiquement, ni surtout « fiduciairement » : tout soupçon de dominance budgétaire donnerait lieu à une défiance monétaire, à une perte de confiance dans la valeur de la monnaie, comme observé par le passé et plus récemment dans certaines économies de marché émergentes.

Comprenons-nous : la forte augmentation des dettes publiques est clairement l'amortisseur dont l'économie a besoin dans les circonstances actuelles. Mais il faudra les rembourser dans la durée et pour ce faire, adopter une gestion plus efficace des dépenses publiques à moyen terme. L'action de la Banque Centrale est conditionnée par son objectif monétaire de stabilité des prix plutôt que par les besoins budgétaires des pays membres. Remettre cela en cause, ce serait mettre en risque la confiance dans la monnaie, qui est un des actifs essentiels pour assurer la prospérité économique. De même, porter atteinte à l'indépendance de la Banque Centrale, ce serait compromettre sa puissance et son agilité, qui sont précisément des atouts qui protègent notre économie durant une crise.

C'est pourquoi j'insiste tant sur ces deux ancres. Ce n'est pas par un conservatisme un peu étroit, comme le suggérerait un cliché un peu paresseux. Dans le contexte actuel de faible inflation, notre mandat n'empêche en rien d'innover, d'agir, de soutenir l'économie vite et fort. Il crée même les conditions de l'action légitime et efficace. C'est

au nom de notre mandat que nous devons probablement aller plus loin; nous sommes prêts à maintenir des taux d'intérêt très bas et des liquidités très abondantes aussi longtemps que nécessaire, et ainsi à faciliter le financement de tous les agents économiques dont les États. Mais c'est forts de notre indépendance et de notre mandat que nous menons cette politique.

II. Face à la crise du Covid-19, de nouveaux instruments pour faire face à la diversité des objectifs

Covid-19 – une tragédie en trois actes

La crise du Covid se déroule en trois actes : un acte I avec le confinement général, puis une sortie lente et disparate, et enfin une reprise graduelle. L'intensité du choc initial a entraîné une chute sans précédent de l'activité, que nous chiffrons à -27 % à fin avril en France. Lors de cette première phase, il y a eu des réponses fortes et convergentes des politiques budgétaires nationales – et je veux en toute indépendance souligner leurs qualités, particulièrement en France – même si ces politiques n'ont pas d'abord été coordonnées. Depuis, la coordination européenne a fait un grand pas lundi dernier avec la proposition franco-allemande du fonds de relance commun. Je veux la saluer fortement : au-delà du « saut quantique » d'un budget européen qui pourrait enfin recourir à l'emprunt, c'est la meilleure réponse politique des dirigeants allemands à ceux qui doutaient de leur engagement pour l'euro. Et c'est la perspective d'un *policy mix* européen enfin mieux équilibré qui ne surcharge pas la seule politique monétaire: les pays nordiques, souvent les plus attentifs à cet équilibre, devraient donc en soutenir le principe.

L'acte II où nous sommes est celui d'une sortie de confinement progressive et hétérogène selon les secteurs et selon les pays. Nous ne donnerons nos premiers chiffres sur 2020 et 2021 que le 9 juin. Mais nous savons déjà que l'acte I – le confinement général – a coûté à l'économie française près de 6 points de PIB annuel, et que l'acte II pourrait coûter en supplément au moins la moitié. À plus long terme, il est difficile de mesurer le temps du retour à la normale ou au « *New Normal* », et l'on peut craindre certaines pertes durables de croissance potentielle.

En bref, nous devons faire face à un choc inédit qui est à la fois d'offre et de demande ; temporaire et en partie persistant; largement symétrique mais aussi asymétrique dans certains impacts nationaux.

Objectifs intermédiaires

Pour la politique monétaire, le contexte et ses incertitudes renforcent la nécessité d'assurer plusieurs objectifs intermédiaires simultanément. Pour atteindre l'objectif primaire de stabilité des prix, comme Christine Lagarde l'a dit d'une formule simple et forte, « la (bonne) transmission de la politique monétaire est aussi importante que la politique monétaire elle-même^{iv} ». Et cette transmission vaut vers tous les acteurs économiques, à travers tous les canaux de financement, et dans tous les pays.

Ainsi, dès la phase critique de mars, il était primordial (i) sur les taux d'intérêt, de soutenir des conditions de financement favorables et contenir les effets adverses des tensions sur les marchés financiers, (ii) sur les volumes, de garantir par le canal des banques la liquidité suffisante aux entreprises et aux ménages et enfin (iii) de limiter les risques de fragmentation financière au sein de la zone euro.

Quand il y a ainsi nécessité d'atteindre simultanément plusieurs objectifs intermédiaires, il est nécessaire d'élargir notre gamme d'instruments, et d'en renforcer l'intensité. Les économistes se réfèrent volontiers ici au « principe de Tinbergen », mais il ne veut pas dire nécessairement une spécialisation stricte où, à chaque objectif, il faudrait affecter un instrument et un seul. Notre choix à la BCE est plus pragmatique : nous avons beaucoup élargi et renforcé notre palette d'instruments depuis mars, comme la Fed ou la Banque d'Angleterre, et démenti au passage tous ceux – si nombreux il y a encore quelques mois, souvenez-vous – qui craignaient que les banques centrales ne soient « à court de munitions ». Mais certains de nos instruments traitent le contexte durable, sous-jacent, de faible inflation préexistant à la crise – et qui n'a pas disparu : c'est notre « jeu de fond de court » si vous voulez. Tandis que d'autres leviers, dont le nouveau PEPP, doivent viser, avec une grande flexibilité, les conséquences plus temporaires voire imprévisibles de la crise elle-

même. C'est la combinaison de l'ensemble qui nous permet de bien couvrir tout le terrain.

Nos instruments « de fond de court »

Avant la crise, l'orientation de la politique monétaire devait déjà être très accommodante et nous disposions pour cela de ce que j'ai souvent appelé le quatuor désormais « quasi-conventionnel » d'instruments. Tout d'abord, nous avons ajusté en septembre 2019 notre utilisation des **taux négatifs** avec un système de rémunération à deux paliers, dit de « *tiering* », qui permet d'en atténuer les effets défavorables sur l'intermédiation bancaire. Je ne vois pas aujourd'hui de raison de modifier ces taux.

Les **achats d'actifs**, en vigueur depuis mi-2014 ont atteint 2 800 milliards d'euros en avril 2020, et ces achats vont continuer à un rythme mensuel de plus de 30 milliards d'euros. Soyons clairs, le PSPP sur titres souverains, est et demeure après la décision de Karlsruhe un outil puissant en terme de volume pour maintenir une politique monétaire accommodante et contenir les taux sans risque de moyen et long terme. Par conséquent, le principe de proportionnalité y est assuré par sa prévisibilité même, et le respect strict des clés de répartition par pays et de limites d'emprise.

Nous avons renforcé les **apports de liquidités** par des opérations de refinancement de long terme ciblées, appelées TLTRO et étendu la gamme de collatéral. Cet arsenal est complété par le pilotage des anticipations (« **forward guidance** ») sur le PSPP (incluant l'horizon de réinvestissement) et les taux d'intérêt, que l'on pourrait renforcer encore par une condition de persistance plus forte de l'inflation autour de notre cible. Cette *forward guidance* offre une forte latitude pour s'adapter aux évolutions économiques grâce à sa composante endogène auto-stabilisatrice. Cependant, son efficacité serait mise en défaut si elle apparaissait trop instable ou trop discrétionnaire. C'est pourquoi la *forward guidance* ne peut être considérée comme un instrument flexible d'ajustement.

Nos instruments nouveaux pour traiter la crise

C'est pour cette raison que la BCE a, en plus des instruments existants, introduit des **instruments nouveaux**, plus flexibles face à une crise inédite et multiforme. La fourniture de liquidité aux banques a été renforcée en quantité et surtout par sa tarification incitative. Les taux des opérations TLTROIII ont été réduits très significativement le 12 mars puis le 30 avril ; ils sont désormais, à -1 %, inférieurs de 50 points de base au taux de la facilité de dépôt (DFR) pour les banques maintenant leurs encours de prêts à l'économie. C'est une innovation radicale – et pourtant peu notée –, représentant un soutien de plusieurs milliards d'euros par an au secteur bancaire européen. Surtout, nous avons créé le programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP), pour 750 milliards d'euros. Son volume a frappé mais sa plus grande innovation est sa très grande flexibilité, en termes de temporalité, de volume, et d'allocation entre pays et classes d'actifs. Cette flexibilité même fait qu'il doit être aujourd'hui notre « instrument marginal » préféré pour faire face aux conséquences de la crise, et je voudrais maintenant en développer les composantes.

Flexibilité dans le **temps** d'abord. Nous ne sommes pas liés par une répartition mensuelle. Et ce programme a clairement vocation à être temporaire : le Conseil des Gouverneurs « effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce [qu'il] juge que la crise du Covid-19 est terminée, mais, en tout état, jusqu'à la fin de l'année ». Les conséquences économiques de la crise risquent d'aller au-delà de fin 2020, et pourraient justifier un allongement du PEPP ; je crois alors souhaitable que nous précisions les critères sur la situation économique, « *state-dependent* », qui nous le feront clôturer à l'avenir.

Le **volume** ensuite : nous ne sommes pas engagés à la différence du PSPP, sur un montant fixe ; le PEPP peut aujourd'hui aller « jusqu'à 750 milliards ». Nous avons dit le 30 avril que nous étions prêts à faire plus si nécessaire. Mais ceci n'aurait de sens à mes yeux que si parallèlement, nous garantissons l'efficacité maximale du PEPP, et ceci m'amène à la troisième flexibilité : **l'allocation entre pays**. Alors que la crise risque d'avoir certains effets asymétriques, nous ne permettrons pas qu'une dynamique de marché défavorable entraîne des hausses injustifiées de taux d'intérêt

dans certains pays, et une fragmentation qui compromettrait la bonne transmission de notre politique monétaire. Donc, sur le PEPP, s'en tenir aux clés de capital pour déterminer le montant des achats par pays serait une contrainte injustifiée qui réduirait l'efficacité même de nos interventions. Il ne s'agit pas de cibler des *spreads* ou des niveaux de taux d'intérêt prédéterminés : un « *yield curve control* » ou un « *spread control* » serait complexe et même contreproductif en zone euro. Mais, en fonction de la dynamique de marché et des conditions de la liquidité, et dès lors que celles-ci présentent des écarts injustifiés et des risques de volatilité excessive, certaines banques centrales nationales doivent pouvoir acheter significativement plus, et d'autres significativement moins, ceci restant en risques non partagés.

Un dernier mot sur une autre évolution en débat : la possibilité d'intervenir directement (« *going direct* ») pour financer les entreprises sans passer par le canal bancaire. À vrai dire, nous le faisons déjà, depuis 2016 en étant parmi les premières banques centrales à acheter des obligations d'entreprises. En mars dernier, nous avons étendu nos achats au « *commercial paper* » court, ou billets de trésorerie. Le marché du Neu-CP à Paris est de loin le plus actif de la zone euro, avec un encours de 72 milliards d'euros à mi-mai, et l'engagement nouveau de la Banque de France depuis fin mars y a été très efficace et reconnu par les professionnels.

La Fed a récemment été plus loin en se donnant la possibilité avec sa nouvelle *Main Street Lending Facility Program* de l'achat de prêts bancaires aux entreprises, via un véhicule spécial et avec une garantie du Trésor. Nous n'en sommes pas là, avec un cadre institutionnel différent en zone euro; mais nous ne devrions pas forcément l'exclure pour l'avenir, si c'était un levier nécessaire pour préserver le financement de l'économie en allégeant les bilans bancaires. La proposition française pour le « Fonds de relance » en envisage d'ailleurs un usage partiel à cette fin.

**

La crise du Covid a une fois encore sollicité la réactivité et la créativité de l'Eurosystème, pour remplir son mandat en totale indépendance. Pour conclure avec Jean Monnet, « J'ai toujours pensé que l'Europe se ferait dans les crises, et qu'elle

serait la somme des solutions qu'on apporterait à ces crises^v». Sans l'avoir évidemment souhaité, nous y voilà, et soyez assurés que la BCE est à ce rendez-vous.

Références

ⁱ Je remercie notamment Matthieu Bussière, Magali Marx et Adrian Penalver pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ Pour plus de détails, voir notamment : Bernanke, Ben S. (2017). "*Monetary Policy for a New Era*," paper prepared for "*Rethinking Macroeconomic Policy*," conférence tenue au Peterson Institute for International Economics, Washington, 12 octobre 2017.

ⁱⁱⁱ Banque de France, « La monnaie de banque centrale n'a rien de magique », billet No. 162.

^{iv} Christine Lagarde, interview aux Échos et à la presse européenne, 19 mai 2020.

^v Mémoires, 1976 p. 488.