



## House of Finance Days de l'Université Paris-Dauphine

### Discours de François Villeroy de Galhau

14 mars 2016

#### « Que peut faire la politique monétaire ? »

Mesdames, Messieurs,

C'est un grand plaisir pour moi de participer à cette première édition des House of Finance Days de l'Université Paris-Dauphine. Je suis convaincu que pour « [imaginer] la finance de demain » - pour reprendre le thème de ces journées- il faut en comprendre toutes les facettes, et notamment pouvoir déchiffrer l'environnement dans lequel elle évolue. Au travers de ses trois grandes missions, la Banque de France joue un rôle majeur, puisqu'elle met en œuvre la **stratégie monétaire** d'abord, en étant partie prenante de l'Eurosystème avec la Banque Centrale Européenne à Francfort ; elle assure ensuite la **stabilité financière**, en surveillant les banques, les assurances et, plus généralement, le **système financier** ; et elle fournit, enfin, un service économique aux ménages et aux PME/TPE.

Je voudrais m'arrêter aujourd'hui sur la politique monétaire que nous menons dans le cadre de l'Eurosystème. La politique monétaire a longtemps passé pour un sujet technique voire austère. Mais on en parle bien davantage depuis 2008 : les banques centrales dans les différents pays ont joué un grand rôle, et un rôle largement salué comme positif, dans la sortie de crise. Aujourd'hui, cependant, il y a un débat sur leur action face au maintien de l'inflation à niveau très bas. Je voudrais donc d'abord parler de notre objectif, ensuite de nos instruments et de leur efficacité.

\*\*\*

#### **I. D'abord, la question des objectifs.**

Cette question en recouvre en fait deux, qui ont suscité beaucoup de réflexions et discussions. Le monde des banquiers centraux se met en question en effet, avec plus de modestie qu'on ne le croit souvent :

- 1) Quel est l'objectif, le « mandat », de la banque centrale ?
- 2) Quels sont, par rapport à cet objectif, les défis actuels ?

#### **1) Commençons par le mandat.**

**a)** Aux États-Unis, la Federal Reserve a deux objectifs : la stabilité des prix et le plein emploi. En zone euro, de par le Traité de Maastricht – approuvé démocratiquement dans chaque pays, dont le nôtre par référendum en septembre 1992 – les objectifs sont clairement hiérarchisés : **l'Eurosystème est dédié à la stabilité des prix, qui est son objectif principal** et prioritaire ; le soutien à un niveau d'emploi élevé et à une croissance durable est subordonné à la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Cette différence a souvent provoqué des débats ; à l'expérience, il ne me semble pas qu'elle ait une telle importance. Quand elle combat une inflation trop basse,

la BCE a aussi pour effet de soutenir l'activité. Et parmi les indicateurs que nous regardons, l'« output gap » - l'écart au niveau d'équilibre potentiel de l'économie, encore négatif en France et en zone euro - est un élément important.

b) Notre objectif principal de maintien de la stabilité des prix se décline de façon concrète : nous visons à atteindre un **taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %, à moyen terme**. Cet objectif de 2 % à moyen terme est celui de la plupart des banques centrales des économies avancées, y compris aux États-Unis et au Japon. Il est celui de la BCE depuis 2003, sur proposition de son chef économiste d'alors, l'Allemand Otmar Issing. Il peut sembler paradoxal que la stabilité des prix ne soit pas à zéro, mais il y a de bonnes raisons pour cela. Tout d'abord, l'« effet Boskin », du nom de la commission américaine qui a montré en 1996 que les indices de prix utilisés pour mesurer l'inflation avaient tendance à la surévaluer, en sous-estimant la substitution vers des circuits moins chers, et l'innovation produits. L'objectif d'inflation ne peut donc pas être trop rigoureux car il faut garder une marge de sécurité qui permette d'éviter à l'économie de basculer en situation de déflation en cas de chocs négatifs. Ensuite, une faible inflation facilite les ajustements structurels dans une économie où existent des rigidités nominales à la baisse de certains prix, en particulier des salaires.

c) Dans la zone euro cependant, comme dans la plupart des économies avancées, **l'inflation reste trop basse**, malgré des taux d'intérêt historiquement bas : l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est en effet repassé en territoire négatif, à -0,2 % en février 2016, et l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et alimentation, n'est que de 0,7 %. Est-ce à dire que l'Eurosystème est condamné à ne plus pouvoir remplir son mandat de stabilité des prix, ou à changer son objectif ? Je ne le crois pas. Les défis actuels ne remettent pas en cause notre mandat, mais ils changent la façon dont nous le remplissons. La continuité de l'objectif est essentielle à la crédibilité des politiques monétaires : cette cible de 2 % est un « ancrage » à moyen terme, alors qu'il y a tant de volatilité et de court-termisme qui pèsent sur l'économie.

## **2) Quels sont, par rapport à cet objectif, les défis auxquels les banques centrales sont confrontées ?**

Aujourd'hui, l'Eurosystème est confronté à deux défis principaux : les pressions désinflationnistes d'une part, et le risque de désancrage des anticipations d'autre part.

**a) D'abord, un certain nombre de facteurs contribuent aujourd'hui à une inflation faible.** En premier lieu, la zone euro fait face à des pressions désinflationnistes liées à une série de chocs conjoncturels : en premier lieu, la baisse du prix du pétrole, qui est passé de plus de 80 € le baril mi-2014 à 34 € début mars, soit près de 2,5 fois moins, ainsi que celle des matières premières ; mais aussi, le ralentissement de la croissance dans les économies émergentes, en particulier en Chine ; et enfin, l'insuffisance de la croissance dans la zone euro avec la persistance d'un fort taux de chômage, qui bride la hausse des salaires et affaiblit la demande et la croissance des prix. En outre, des évolutions structurelles, comme le vieillissement de la population, sont susceptibles d'exercer une pression à la baisse sur le taux d'intérêt dit « naturel », pour reprendre la terminologie proposée il y a un peu plus d'un siècle par l'économiste suédois Knut Wicksell. On peut le définir comme le taux d'intérêt compatible avec le plein emploi des facteurs de production. Dans ce cas, pour rétablir le bon équilibre entre épargne et investissement, il faut que les taux de marché baissent également.

En temps normal, la banque centrale intervient par le biais de la baisse des taux directeurs, qui se répercute sur la courbe des taux. Cependant, pour faire face à la crise financière, la BCE comme les autres banques centrales ont réduit leurs taux d'intérêt directeurs à des niveaux très faibles, autour de zéro. Cela signifie que nos instruments habituels de politique monétaire doivent être complétés par d'autres instruments, dits non conventionnels, afin d'atteindre notre objectif de stabilité des prix. J'y reviendrai.

**b) Le deuxième défi, conséquence du premier, est le risque d'un désancrage des anticipations**, qui rendrait plus difficile le retour à notre cible de 2 %. En effet si l'inflation

restait trop faible trop longtemps, les agents économiques risquent de revoir à la baisse leurs anticipations d'inflation, ce qui créerait des effets de second tour. Une inflation anticipée plus faible se répercute sur les décisions de fixation des prix et des salaires des agents économiques, ce qui à son tour nourrit la faible inflation. Elle peut même créer le risque de la déflation, que l'on définit comme un processus cumulatif de diminution des prix, y compris ceux des actifs, voire des salaires et de la production, comme l'a connu l'économie mondiale dans les années 1930 ou partiellement le Japon dans les années 1990. Nous ne sommes pas dans une telle situation de déflation aujourd'hui, mais c'est pourquoi notre mandat de maintien de la stabilité des prix est symétrique. Nous considérons qu'une inflation trop faible est aussi coûteuse qu'une inflation trop élevée. Et en ce sens, il y a plus de risques pour la banque centrale à agir trop tard que trop tôt. Depuis le début de l'année, nous constatons que les anticipations d'inflation issues des indicateurs de marché sont en baisse. Néanmoins, les dernières prévisions fournies par la BCE jeudi dernier continuent d'afficher une hausse graduelle de l'inflation dans les années à venir : 0,1 % en 2016, 1,3 % en 2017 et 1,6 % en 2018.

\*\*\*

## **II. J'en viens à mon second point: quelle est l'efficacité des instruments non conventionnels que nous mettons en œuvre ?**

**1) Nous avons, depuis l'été 2014, mis en œuvre un ensemble de mesures de politique monétaire, dites non conventionnelles, pour compléter la baisse des taux d'intérêt directeurs, aujourd'hui fixés à 0,00 % pour le taux des opérations principales de refinancement et -0,40 % pour le taux de la facilité de dépôt. Elles comprennent :**

- des opérations de refinancement des banques à plus long terme, conditionnées à l'octroi de crédits à l'économie réelle. La nouvelle série que nous avons décidé de lancer le 10 mars dernier, appelée TLTRO 2, permet aux banques d'emprunter à des taux très favorables en fonction du montant des crédits consentis ;
- des achats de titres du secteur privé et du secteur public, pour assouplir encore les conditions monétaires et financières en zone euro. L'Eurosysteme achète des titres adossés à des actifs, des obligations sécurisées ainsi que des obligations de bonne qualité émises par les gouvernements, les agences et les institutions de la zone euro. Nous avons décidé le 10 mars d'augmenter encore ce programme, en incluant des obligations d'entreprises et en portant le montant des achats mensuels à 80 milliards d'euros au lieu de 60 précédemment ;
- et des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs – il s'agit de la « forward guidance » - afin d'orienter les anticipations des agents. Le 10 mars, nous avons donné les indications suivantes : « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs », soit bien au-delà de mars 2017.

Quelques mots d'actualité sur le paquet global décidé, qui donne deux messages très clairs :

- a) Nos décisions sont guidées par notre mandat : ramener l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme. Notre détermination est forte, et notre panoplie d'instruments est large. Au-delà des taux négatifs qui ont naturellement leurs limites, nous agissons sur le crédit bancaire -via le "credit easing" du nouveau TLTRO- comme sur les financements de marché - via le programme d'achats du QE élargi-, et nous garantissons de le faire dans la durée nécessaire -via la forward guidance.
- b) Notre priorité est le financement de l'économie réelle. L'objectif du TLTRO 2 n'est pas, contrairement à certains commentaires, de compenser l'effet des taux négatifs sur les banques. Il est d'inciter favorablement les banques à prêter aux entreprises et PME comme aux ménages ; de même l'élargissement du programme d'achats aux obligations d'entreprises bénéficiera largement aux grandes entreprises françaises. Autrement dit, nous sécurisons le financement des entreprises et des ménages, nous le protégeons contre des tensions qui seraient liées à la volatilité des marchés.

**2) Ces mesures non conventionnelles ont été efficaces.** Elles se sont traduites par un assouplissement substantiel des conditions de financement des entreprises en zone euro. Depuis juin 2014, le coût du crédit aux entreprises a baissé de 80 points de base. En l'absence de mesures non conventionnelles, nous estimons qu'il nous aurait fallu baisser les taux directeurs classiques d'environ 100 points de base en juin 2014 pour obtenir un effet similaire sur les taux des banques. Cela a également contribué à relancer le financement de l'économie réelle : l'encours des crédits aux entreprises est passé dans la zone euro d'un recul de -2,5 % en juin 2014 à une croissance de +0,6 % en janvier 2016. L'effet est plus marqué encore pour la France, qui enregistre un rythme de croissance annuel des crédits aux entreprises de 4,8 % à la même date, le plus élevé de la zone euro, avec en outre les taux de crédit les plus bas. Les estimations convergentes de la BCE et de l'Eurosystème montrent ainsi que les mesures mises en œuvre depuis juin 2014 devraient engendrer une hausse d'environ 1 % de l'inflation sur la période 2015-2017 et d'un niveau voisin sur la croissance, toutes choses égales par ailleurs. En France, en 2015, cela a contribué à accroître la croissance de 0,3 %, l'INSEE ayant même une estimation un peu supérieure (0,4 %). Cela représente un effet conjoncturel d'au moins +80 000 emplois, même si seules des réformes structurelles sont de nature à augmenter à long terme la croissance et les emplois d'un pays. Pour conclure cette estimation de l'efficacité, le FMI –qui est un « juge de paix » reconnu de la pertinence des politiques économiques- l'a dit très clairement à l'occasion du G20 de Shanghai fin février : « Le programme d'achats d'actifs de la BCE a soutenu la reprise en améliorant la confiance et les conditions financières, et la politique monétaire doit rester accommodante ».

**3) Qu'en est-il des risques ?** J'ai parlé tout à l'heure des risques de l'inaction : nous nous devons d'agir, pour ramener l'inflation vers 2 %. Cela étant, nous restons attentifs symétriquement aux éventuels « effets secondaires » de notre politique monétaire, notamment en matière de stabilité financière. Nous surveillons activement le cycle financier, y compris en France au sein du Haut conseil de stabilité financière créé en 2013 : je participe demain à sa 8ème réunion auprès du Ministre des Finances. Aujourd'hui, il n'y a pas de signes de formation de « bulles » sur les principaux marchés de financement : dans l'ensemble, les développements sur les marchés d'actions correspondent aux anticipations de profitabilité des entreprises, et l'évolution des taux d'intérêt obligataires paraît cohérente avec les perspectives de croissance et d'inflation. Il n'y a pas non plus de signes d'une croissance excessive du crédit dans le système financier. Mais nous restons vigilants sur tous les aspects de l'environnement macroéconomique et financier actuel. Nous avons par exemple signalé dans notre dernier communiqué du HCSF de décembre 2015, à propos du marché immobilier, que « l'ajustement des prix côté résidentiel intervenu depuis 2012 paraît adapté, tandis que les prix de l'immobilier commercial restent à un niveau élevé ». Nous sommes prêts, si nécessaire, à agir par des mesures macroprudentielles, afin de prévenir et limiter les risques systémiques qui pourraient se matérialiser.

\*\*\*

La politique monétaire fait donc beaucoup pour combattre la faible inflation et soutenir conjoncturellement l'activité – c'est notre devoir et nous continuerons à le faire avec une totale détermination : nous sommes continus sur l'objectif, mobilisés avec les instruments, vigilants sur les risques éventuels. Mais je voudrais pour autant rappeler fortement **qu'elle ne peut pas tout** : « monetary policy cannot be the only game in town ». Les autres politiques économiques ont également un rôle à jouer. C'est ce qu'ont souligné à nouveau les pays membres du G20, à Shanghai, le 27 février dernier : « les politiques monétaires continueront à soutenir l'activité économique et à assurer la stabilité des prix, en cohérence avec le mandat des banques centrales, mais la politique monétaire seule ne peut pas entraîner une croissance équilibrée ». De ce point de vue, les politiques budgétaires doivent pouvoir soutenir la demande lorsqu'elles ont des marges de manœuvre pour le faire – ce n'est pas le cas en France, c'est le cas dans d'autres pays européens. Par ailleurs, des réformes structurelles restent indispensables en France pour permettre à l'économie de revenir à son plein potentiel en favorisant la création d'emplois et d'entreprises. Notre pays n'a pas le temps d'attendre ; ses chômeurs, sa jeunesse

dont vous êtes, n'ont pas le temps d'attendre. Au niveau européen, il faut avancer enfin sur l'Union économique, à côté de l'Union monétaire que porte l'Eurosystème. Si nous n'optimisons pas la gouvernance de la zone euro, nous n'optimiserons pas sa croissance. La politique monétaire très accommodante que nous menons actuellement crée un contexte particulièrement favorable pour mener les réformes nécessaires. Elle ne doit pas être une excuse pour les reporter : l'Europe et la France doivent impérativement saisir cette chance, maintenant.

Je vous remercie de votre attention.