



EMU Lab, Florence – 19 juin 2025

« Crédible mais pas statique : éloge de l'agilité monétaire »

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Delphine Cuny (delphine.cuny@banque-france.fr)

Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux d'être à Florence, et je tiens à remercier chaleureusement Marco Buti pour son invitation.

Si un observateur se limitait aux données macroéconomiques actuelles – et en particulier à la convergence durable de l'inflation totale vers notre cible de 2 % – il pourrait supposer que la stabilité économique est là... mais à y regarder de plus près, elle n'est sûrement pas assurée pour l'avenir. C'est ce paradoxe que je voudrais explorer avec vous aujourd'hui, à partir d'un petit schéma qui combine simplement deux dimensions : le temps et le champ des politiques économiques.

TIMING AND ECONOMIC POLICIES



	Monetary Policy	Fiscal and Structural Policies
Present	+	-
Future	?	?

1

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
INNOVATION

Je vais revenir sur la colonne de gauche. Mais je souligne l'évidence : les autres leviers de politique économique fonctionnent mal aujourd'hui. Parce que nous avons abusé de l'instrument budgétaire à travers les crises passées (Covid, inflation) et que, de façon asymétrique, nous tardons à le redresser aujourd'hui, des États-Unis jusqu'à mon pays. À l'inverse, nous n'avons pas assez promu les réformes structurelles pour la croissance et la productivité. L'autre évidence, c'est que l'imprévisibilité est maximale pour demain, du fait notamment du basculement de la nouvelle administration américaine. À cela, l'Europe sait comment elle devrait répondre pour saisir son moment, grâce aux rapports Letta

et Draghi. Je les salue ici en Italie. Il s'agit de conquérir notre souveraineté économique et financière, un quart de siècle après notre souveraineté monétaire. Mais jusqu'à présent, la réaction de l'Europe a été trop lente et trop faible : j'appelle à une *date mobilisatrice*, comme Jacques Delors l'avait fait avec le 1^{er} janvier 1993, pour le marché unique, par exemple le 1^{er} janvier 2028¹. Comme le dit cette belle expression: « La différence entre un rêve et un projet est l'échéance » [« *La differenza tra un sogno e un obiettivo è una data di scadenza* »]. La politique monétaire ne peut pas tout, et la zone euro ne peut se résigner à une inflation maîtrisée mais une croissance anémique.

Je vais me concentrer aujourd'hui sur les deux cases de gauche et creuser avec vous deux tensions :

- Pourquoi la situation monétaire présente est crédible, mais pas statique (I).
- Pourquoi la politique monétaire de demain devra donc être agile, tout en restant lisible (II).

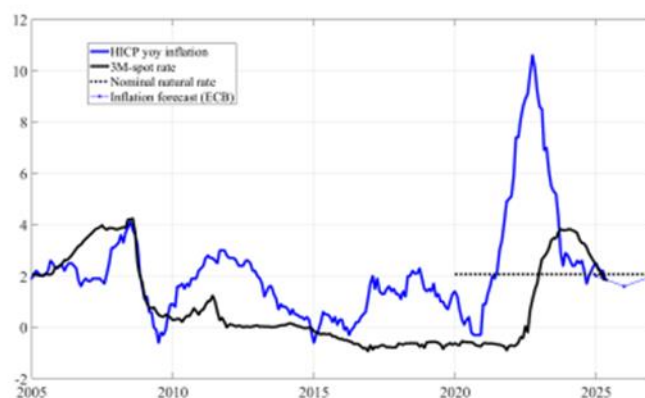
I. Crédible mais pas statique ? Le « 2 et 2 »

1.1 La situation actuelle est satisfaisante...

Permettez-moi de commencer par l'évidence : l'inflation a été ramenée avec succès à sa cible et c'est une excellente nouvelle. Nous sommes désormais en position favorable dans la zone euro, avec une inflation de 1,9 % en mai et des prévisions de 2,0 % pour cette année en moyenne. C'est pourquoi notre Conseil des gouverneurs, autour de la présidente Lagarde, a décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt à 2 % lors de sa réunion d'il y a deux semaines. Nos dernières projections montrent que nous ne devrions pas craindre en Europe, contrairement aux États-Unis, un effet inflationniste des droits de douane. Avec cette dernière décision, notre taux d'intérêt directeur à court terme est très proche du centre des estimations du taux nominal neutre.

Ce scénario « 2 et 2 », avec une inflation proche de la cible et des taux directeurs proches du taux neutre, semble être un retour à la normale, après une décennie contrastée, marquée tout d'abord par une inflation inférieure à la cible et le recours à un certain nombre d'instruments de politique monétaire non conventionnels, suivis d'une phase opposée avec le plus grand choc inflationniste depuis des décennies et une courbe des taux inversée. Ce retour à la normale est une étape très positive ; pour autant, en ces temps encore anormaux, il ne signifie pas nécessairement la fin du voyage.

BACK TO 2 AND 2



Note : year HICP inflation rate (blue) and forecast, 3M spot interest rate (black) and nominal natural rate (dotted black)

Sources : ECB, Banque de France computations

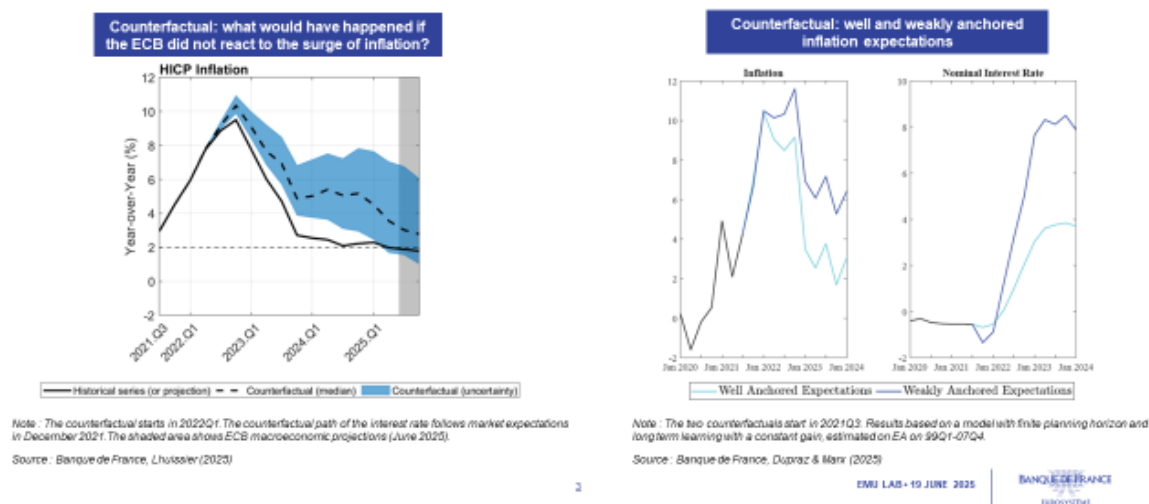
2

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME

Ce retour à une inflation de 2 % est également extrêmement satisfaisant car la désinflation par rapport au pic de 10,6 % enregistré en octobre 2022 a été beaucoup moins coûteuse en termes de production et d'emploi que ce que l'on craignait. Le taux de chômage se situe à son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro, à 6 %. Grâce à la crédibilité de l'Eurosystème, cette fois, les effets des chocs sur les prix des matières premières se sont rapidement dissipés et leur propagation à l'inflation core a été assez limitée parce que les anticipations d'inflation à moyen terme sont restées globalement stables, fournissant un « ancrage » solide aux prix et à la fixation des salaires.

THE GAINS FROM MONETARY POLICY AND CREDIBILITY



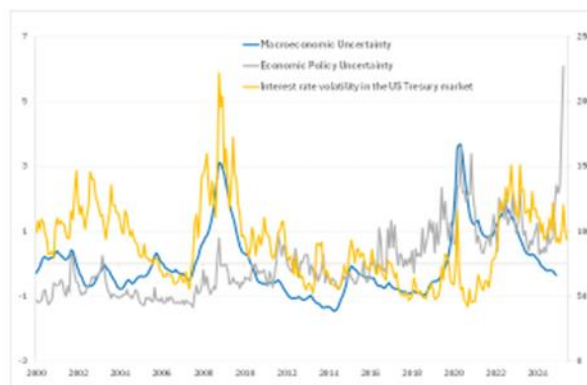
Comme je l'ai indiqué lors de discours récents ⁱⁱ, des travaux de recherche de la Banque de France ⁱⁱⁱ suggèrent que, si les anticipations d'inflation avaient été aussi médiocrement ancrées que dans les années 1970 aux États-Unis, nos taux directeurs auraient atteint un point haut de 8 % environ au lieu de 4 %. Cette crédibilité des banques centrales ne tombe pas du ciel. Lorsque les responsables politiques compromettent l'indépendance des banques centrales, ils mettent en péril cette crédibilité qui permet aux banques centrales de stabiliser l'inflation à moindre coût.

1.2... mais pas statique

Mais ce retour au « 2 et 2 » ne doit pas laisser place à l'auto-satisfaction et à la passivité. Le mercantilisme de la Chine et l'actuelle politique erratique de l'administration américaine en matière de droits de douane ont gravement fragilisé le système commercial international fondé sur des règles. En outre, les marchés obligataires mondiaux semblent de plus en plus préoccupés par la soutenabilité de la dette publique aux États-Unis et dans le reste du monde, et nous observons déjà des signes de tensions sur la partie très longue des courbes des taux, avec le risque d'effets de contagion (*spillovers*) au niveau

international.

GLOBAL UNCERTAINTY EVOLVED BUT REMAINS LARGE



Note: Macroeconomic volatility index (Jurado et al. 2015), last point December 2024; Economic policy uncertainty index (Baker et al. 2016), last point April 2025; Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) index (right scale), last point 16 June 2025.

Sources: Bloomberg, Jurado et al. (2015), Baker et al. (2016)

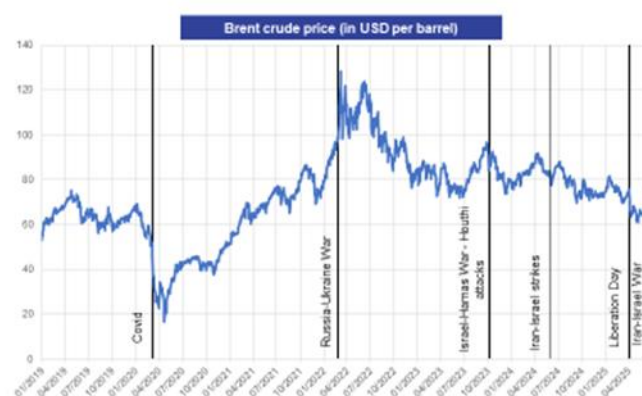
4

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
ÉCONOMIQUE

En outre, comme nous avons pu le constater une fois encore depuis jeudi, les prix du pétrole réagissent fortement aux événements géopolitiques dramatiques.

OIL PRICE AND GEOPOLITICAL EVENTS



Source: Refinitiv Datastream, Banque de France calculations

5

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
ÉCONOMIQUE

Ils sont actuellement revenus à leur niveau d'avant le « *Liberation day* », mais toujours bien inférieurs à leur niveau de 2022, à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Nous allons continuer à suivre attentivement les éventuelles répercussions des prix de l'énergie. Si jamais ces conséquences

s'avéraient durables et se propageaient, c'est-à-dire si elles affectaient l'inflation sous-jacente et les anticipations d'inflation, nous pourrions éventuellement adapter notre politique monétaire : en bref, pas de réaction de politique monétaire automatique, mais une « agilité monétaire » que je développerai plus en détail.

À plus long terme, d'autres chocs d'offre devraient se produire plus fréquemment. Il est également probable que des événements climatiques extrêmes perturbent les chaînes d'approvisionnement. Les technologies de l'information se développent rapidement, l'IA et l'informatique quantique semblant être les prochains chocs technologiques susceptibles d'accroître la productivité. Des chocs d'offre plus fréquents ne signifieront pas en soi une *inflation plus élevée*, mais très probablement une *inflation plus volatile* qui pourrait affaiblir l'ancrage des anticipations d'inflation.

L'équilibre actuel étant instable, nous devons avant tout éviter de relâcher notre vigilance. Comme nous sommes désormais entrés en territoire pratiquement neutre, le taux naturel R^* devient un indicateur moins pertinent. Il ne s'agit plus de naviguer à l'aide des « étoiles » pour déterminer si nous sommes restrictifs ou accommodants, mais de savoir comment atténuer la volatilité dans un monde d'incertitude. L'agilité et la définition d'une fonction de réaction claire jouent ici un rôle crucial.

II. Agile mais lisible

L'agilité est évidemment nécessaire, et personne ne préconiserait la rigidité. Mais reconnaissons que cela soulève deux questions sérieuses.

a) L'agilité ne veut pas dire que nous devons nous précipiter pour revenir à la cible de 2 % à court terme, en cas de volatilité de l'inflation. Nous disposons d'une **orientation à moyen terme** autour de notre objectif symétrique, ce qui signifie que nous n'avons pas à répondre à des écarts par rapport à la cible à un point donné dans le temps. En revanche, nous devons réagir aux

dynamiques qui risquent d'éloigner l'inflation de sa cible : ce qui compte, c'est de savoir si l'écart par rapport à la cible est plus susceptible de s'accroître ou de se réduire ^{iv}. Et « moyen terme » signifie dans notre horizon de projection.

b) L'agilité ne doit pas signifier que nous sommes imprévisibles ou indécis. Dans le passé, lorsque nous avions une forte *forward guidance*, notre action était qualifiée de « pilotage automatique ». Aujourd'hui, nous sommes parfois à l'inverse accusés de « pilotage à vue » ou de « décisions *ad hoc* ». Je ne crois pas que nous soyons condamnés à errer entre ces deux extrêmes : il est temps de revenir à un concept moins utilisé ces dernières années – la fonction de réaction de banque centrale. Nous devons dire clairement non pas **ce que** nous allons faire, mais **comment** nous pensons et allons agir, d'une manière « lisible ».

2.1 La fonction de réaction de banque centrale

Qu'est-ce que la fonction de réaction de l'Eurosystème ? Depuis 2023, notre fonction de réaction repose sur trois critères : les perspectives d'inflation ; les tendances de l'inflation sous-jacente ; et le mécanisme de transmission.

Lors de la poussée d'inflation et du resserrement rapide de la politique monétaire, il était naturel de mettre l'accent sur les deuxième et troisième critères. Compte tenu de la forte incertitude sur les perspectives d'inflation, il était important de veiller à éviter tout désancrage des anticipations d'inflation, et le critère de l'inflation sous-jacente a constitué ce filet de sécurité.

De même, il était important d'évaluer la rapidité de la transmission des variations des taux directeurs aux emprunteurs et, par conséquent, à la demande et à l'offre de crédit. De fait, les délais de transmission ont été au moins aussi rapides et satisfaisants lors de ce dernier cycle que lors des précédents : chaque hausse du taux de la facilité de dépôt (DFR) s'est presque entièrement transmise aux prêts bancaires aux entreprises et aux ménages dans l'année. Les volumes de prêt dans la zone euro ont fortement baissé à partir de la

fin 2022, avec une réaction maximale 18 mois après une hausse de taux. Cependant, nous devons aujourd'hui rester attentifs à la transmission plus large des mesures de politique monétaire aux conditions financières. En particulier, nous devons veiller à ce que les effets de contagion (*spillovers*) internationaux *via* des primes de terme plus élevées dans les rendements à long terme et le taux de change n'aillent pas à l'encontre de l'orientation souhaitée de la politique monétaire. J'y reviendrai.

Projections d'inflation et utilisation de scénarios

Cela étant dit, maintenant que l'inflation est revenue à sa cible et que les anticipations d'inflation sont bien ancrées, nous pouvons mettre davantage l'accent sur le premier critère, les perspectives d'inflation.

Cependant les projections d'inflation reposent sur différentes hypothèses. L'élaboration de scénarios et l'exercice d'un jugement éclairé sur de possibles résultats futurs peuvent aider les décideurs. Mais l'analyse de scénario n'est pas la panacée. Premièrement, nous ne pouvons examiner en détail qu'un petit nombre de scénarios à la fois, en pratique un ou deux, comme nous l'avons fait début juin avec un scénario sévère et un scénario modéré pour le commerce. Nous omettrons inévitablement certains chocs émergents. Deuxièmement, il peut être difficile d'attribuer des probabilités à des scénarios et donc de les utiliser pour la gestion du risque lié à la politique économique, en particulier dans les périodes d'incertitude « knightienne » – c'est-à-dire non quantifiable.

Des approches théoriquement attractives, comme celles utilisant la moyenne de résultats obtenus à partir de différents modèles (*model averaging*), sont difficiles à mettre en œuvre en pratique. Nous pourrions plutôt envisager des méthodes inspirées du contrôle robuste (*robust control*). Plus précisément, le contrôle robuste vise à éviter le résultat le plus négatif, par exemple un assouplissement excessif de la politique monétaire en cas de choc inflationniste. Mais cela mène à une prise de décision et à l'élimination d'options sur la base de scénarios hypothétiques, quelle qu'en soit la probabilité. Les

scénarios seront donc une aide importante à la prise de décision, mais devraient être utilisés judicieusement plutôt que systématiquement : pas à chaque occurrence des prévisions de la BCE et en suivant une approche discrétionnaire plutôt que des règles dans la détermination de leurs implications pour la politique monétaire.

Trois principes d'agilité monétaire

Compte tenu de tout cela, laissez-moi vous présenter quelques réflexions sur ce que signifie l'agilité :

- **Vitesse d'évaluation.** Dans des circonstances évoluant rapidement ou en cas de chocs complexes, la tentation existe toujours d'attendre de nouvelles données pour obtenir une vue d'ensemble plus large. Faire preuve d'agilité signifie mener cette analyse plus rapidement, en exploitant de nouvelles sources de données, en intégrant de nouveaux modèles issus des recherches les plus récentes, en examinant de nouvelles analyses de nos services sur les risques et les événements imprévus et en évitant l'excès de pensée de groupe. Par exemple, notre analyse des effets des droits de douane a tiré profit de l'utilisation de données quotidiennes sur le transport maritime et les coûts du fret.
- **Des trajectoires symétriques et dépendantes de la situation économique pour la politique monétaire.** Nous soulignons à juste titre que nos décisions monétaires doivent être aussi « *vigoureuses et ancrées dans la durée* » que nécessaire ^v. Mais existe-t-il une contradiction entre *l'ancrage dans la durée* de nos décisions et l'agilité ? Non, ce n'est pas le cas si ces signaux sont compris comme étant dépendants de la situation économique et si nous évitons tout enfermement. Si la situation économique change, la politique monétaire doit également évoluer, y compris dans son orientation symétrique, dans un sens comme dans l'autre. L'ancrage dans la durée n'a de sens que dans certains contextes économiques.

- **Agir non pas plus fort, mais parfois plus vite.** Et qu'en est-il d'une réponse *vigoureuse* ? Si nécessaire, il n'est pas obligatoire de procéder par étapes progressives. Bien entendu, en présence de nouveaux chocs, les banques centrales peuvent préférer une approche attentiste, conforme au principe d'atténuation de Brainard ^{vi} : si les effets des mesures sont incertains, il est préférable de moins réagir. Mais inversement, attendre trop longtemps que les événements surviennent peut entraîner des pertes considérables. L'étude récente de la Banque de France intitulée « Un écueil de la prudence » montre que cette attitude peut donner lieu à un biais de prudence qui affaiblit les anticipations d'inflation ^{vii}. Cela peut entraîner des cycles de taux d'intérêt plus courts et plus rapides, bien que les éventuels ajustements doivent rester ordonnés.

2.2 Que devrions-nous faire désormais ?

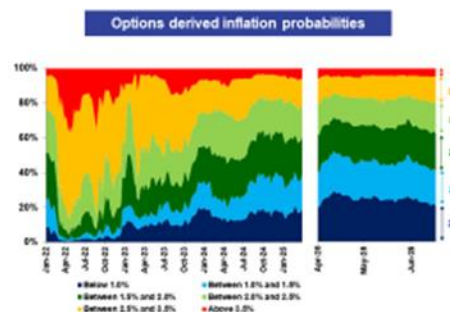
La forte incertitude autour des perspectives économiques mondiales invite nécessairement à faire preuve d'humilité quant à notre capacité à prévoir les évolutions de l'inflation et de la politique monétaire. Notre premier devoir aujourd'hui est d'évaluer les risques. J'ai évoqué plus tôt les prix du pétrole, tout en évitant d'en tirer automatiquement des conclusions monétaires. Réagir de manière excessive, ou au contraire, systématiquement observer sans réagir irait à l'encontre de l'agilité nécessaire. Nous devrions surveiller au moins deux autres ensembles de données :

- Les anticipations d'inflation reflètent-elles un risque que des effets de contagion s'installent durablement ? Il n'en a pas été ainsi jusqu'à présent ; les mesures des anticipations d'inflation à moyen terme extraites des instruments de marché sont récemment demeurées clairement en dessous de 2 % pour 2026. La probabilité que l'inflation tombe en dessous de 1,5 % dans 5 ans est d'environ 40 % selon la valorisation des options basée sur l'inflation.

MEDIUM TERM SURVEY AND MARKET BASED INFLATION EXPECTATIONS ARE ANCHORED BELOW 2%



Note: Market-based inflation expectations (5 open-days moving average). Last point: June 16.
Sources: Bloomberg, BDF computations



Note: Market-based distribution of 5Y inflation expectations.
Last point: June 16. Zoom from April 1, 2025.
Sources: Bloomberg, BDF computations

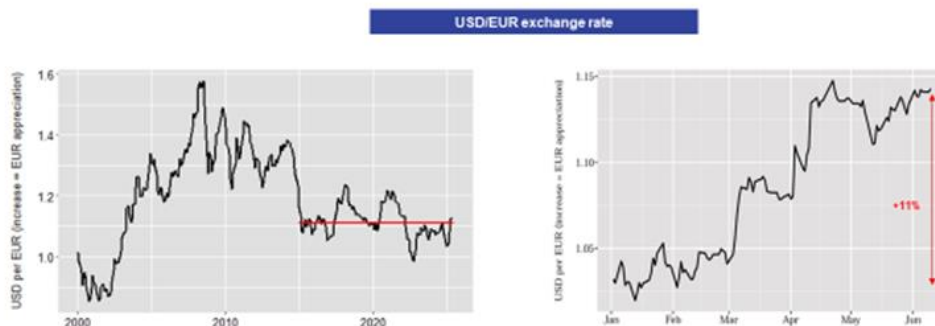
G

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
BDF

- Comment le taux de change de l'euro évolue-t-il ? Depuis début 2025, l'euro s'est apprécié de 11 % face au dollar américain : cela a quelque peu surpris, et montre une hausse de la confiance relative envers l'Europe. Bien sûr, nous n'avons pas de cible pour le taux de change, et ces dix dernières années depuis 2015, nous avons observé une diminution notable de la volatilité de cette paire de devises.

HISTORICAL AND RECENT FLUCTUATIONS IN THE USD/EUR EXCHANGE RATE



Note: The red line represents the average over the period since 2015.
Source: ECB, Banque de France calculations

I

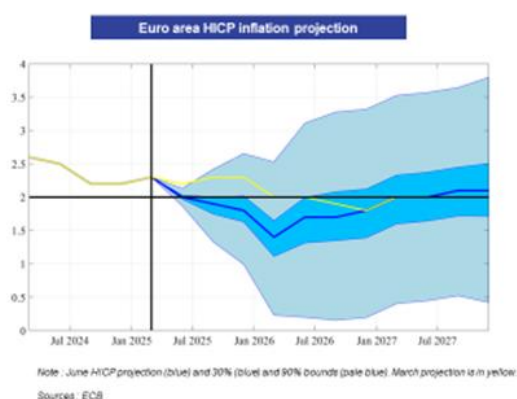
EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
BDF

Toutefois, ce n'est pas un signe de « douce négligence » (*benign neglect*) de notre part : la récente appréciation de l'euro a un effet désinflationniste clair. D'après nos élasticités, une appréciation de l'euro d'une ampleur de 10 % compenserait globalement l'effet inflationniste d'une possible augmentation de 10 euros du prix du baril du pétrole – ce dont nous sommes encore loin aujourd'hui.

Du point de vue actuel, le risque de ne pas atteindre notre cible d'inflation de 2 % est perçu par les marchés comme étant plus important que celui de dépasser notre cible.

DOWNWARD REVISION OF INFLATION PROJECTION



2

EMU LAB - 19 JUNE 2025

BANQUE DE FRANCE
BANQUE CENTRALE EUROPEENNE

Dans les projections de juin, l'inflation globale devrait effectivement revenir à un niveau inférieur à 2 % au deuxième trimestre 2025 et continuer à baisser jusqu'à début 2026, avec un point bas à environ 1,4 %. Cette baisse serait déterminée par l'ensemble des principales composantes : non seulement l'énergie, mais aussi l'inflation *core*, résultant de la faible croissance des salaires et de la demande atone. L'augmentation attendue de l'inflation totale à 2,0 % en 2027 est amplifiée par un effet haussier temporaire de l'inflation énergétique, reflétant l'introduction du nouveau système d'échange de quotas d'émission (ETS2). Cette mesure est souhaitable, mais le calendrier et les modalités de sa mise en œuvre sont loin d'être certains.

Dans un tel contexte, nous devons rester alertes et agiles lors de toutes nos prochaines réunions. Comme l'a affirmé Voltaire, « Le doute n'est pas un état bien agréable mais l'assurance est un état ridicule »^{viii}. En m'inspirant de cette sagesse bienvenue, permettez-moi de vous donner deux repères possibles :

- a) le taux neutre et le taux terminal sont deux notions distinctes. Ils peuvent coïncider à un moment donné, mais ne sont pas identiques par nature.
- b) l'évaluation actuelle suggère que, sous réserve d'un choc exogène majeur, notamment de possibles nouvelles évolutions militaires au Moyen-Orient, **si** la politique monétaire devait évoluer au cours des six prochains mois, cela pourrait plutôt être dans un sens accommodant.

Conclusion

D'après un grand Florentin, Nicolas Machiavel, deux forces façonnent le cours des événements : la fortune (*fortuna*) et la vertu (*virtù*). La *fortuna*, ou le destin, représente les chocs imprévisibles qui nous touchent, tels que les tensions géopolitiques, les bouleversements technologiques, et les autres forces externes hors de notre contrôle. La *virtù*, ou le courage, en revanche, incarne notre capacité à agir avec détermination, à nous adapter et à anticiper. Dans un contexte de forte incertitude, la tension entre stabilité et volatilité met à l'épreuve notre orientation de politique monétaire. Mais c'est par la *virtù* – notre capacité à agir avec clairvoyance et agilité – que nous pouvons assurer un succès durable. La politique monétaire peut, selon les principes suggérés, rester non seulement agile mais aussi « lisible ». En maintenant cet équilibre, nous veillons à ce que, fort du niveau de confiance le plus élevé jamais enregistré (à 83 %) parmi nos concitoyens européens, l'euro reste prêt à affronter un avenir incertain.

-
- ⁱ Elderson (F.), « [Europe at a crossroads: it is high time to complete the Single Market](#) », Bruxelles, 18 juin 2025.
- ⁱⁱ Villeroy de Galhau (F.), « [Perspectives sur la politique monétaire : trois leçons de la récente poussée de l'inflation](#) ». Discours à la New York University, 22 octobre 2024.
- ⁱⁱⁱ Dupraz (S.) et Marx (M.), « [Les avantages d'un ancrage solide des anticipations d'inflation](#) », mars 2025.
- ^{iv} Villeroy de Galhau (F.), « [La politique monétaire en perspective \(II\) : Trois repères pour un futur de « Grande volatilité »](#) ». Discours à la London School of Economics, 30 octobre 2024.
- ^v Comme indiqué dans notre déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de 2021.
- ^{vi} Brainard (W. C.), « [Uncertainty and the Effectiveness of Policy](#) ». *The American Economic Review*, 57(2), p. 411–425, 1967.
- ^{vii} Dupraz (S.), Guilloux-Nefussi (S.) et Penalver (A.), « [Un écueil de la prudence](#) ». *International Journal of Central Banking*, vol. 19(3), p. 269-323, août 2023.
- ^{viii} Voltaire, *Lettre à Frédéric II, roi de Prusse*, 28 novembre 1770.