



**« Perspectives sur la politique monétaire :
Trois clarifications engendrées par trois défis »**

**Discours de François Villeroy de Galhau,
Gouverneur de la Banque de France,**

**Conférence GIC/Banque de France
Paris, 7 mai 2026**

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de m'adresser à vous aujourd'hui à l'occasion de cet événement organisé par le GIC. Comme il s'agit de mon dernier discours monétaire en tant que gouverneur, permettez-moi d'adopter une vision de long terme et de partager avec vous quelques réflexions sur la politique monétaire menée au cours de cette dernière décennie turbulente, depuis 2015. Les banques centrales ont été efficaces, tout en étant confrontées à des défis croissants. Efficaces, tout d'abord, car elles ont fait face à un environnement de faible inflation avant 2020 et à la menace déflationniste liée à la crise Covid, avant de surmonter la vague d'inflation de 2022-2023 sans déclencher de récession. Malgré tous ces chocs, y compris ceux dernièrement provoqués par la nouvelle administration américaine, les banques centrales sont parvenues à éviter le retour d'une crise financière mondiale. Dans un environnement d'imprévisibilité sans précédent, elles ont accru leur crédibilité. Il y a dix ans, une phrase était souvent répétée : « *la politique monétaire ne peut pas tout faire à elle seule* ». Mais malheureusement, étant donné la faiblesse des autres acteurs, la politique monétaire continue d'être « *la première à être sollicitée* ». Et c'est pour cette raison même que les banques centrales ont été critiquées et contestées, sur un triple front : leur mandat **(1)**, leurs instruments **(2)** et leur indépendance **(3)**. Aujourd'hui, je voudrais plaider que chacun de ces défis peut conduire à une plus grande clarté et, en fin de compte, à un renforcement de la politique monétaire.

1. A FIRST CHALLENGE TO THEIR MANDATE

a) *The price stability objective and the 2% inflation targeting*

b) *Other objectives?*

c) *A difficult interaction with financial stability*

➤ **Clarification 1** : Success against inflation should lead to more humility about the mandate, rather than overreach.

1. Un premier défi, celui de leur mandat

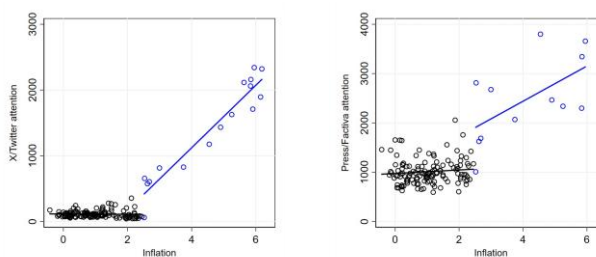
a) L'objectif de stabilité des prix et le ciblage de l'inflation à 2 %

Ce qui se rapproche le plus d'un consensus économique à l'heure actuelle, c'est que les banques centrales doivent se concentrer sur la stabilité des prix et le ciblage de l'inflation. Dès 2013, Jean-Claude Trichet affirmait à juste titre que la « convergence conceptuelle » sur la cible de 2 % à moyen terme avait déjà eu lieu ⁱ. Une décennie plus tard, cette convergence conceptuelle est devenue une convergence opérationnelle, à mesure que les débats sur le niveau et la définition de la cible d'inflation se sont taris.

Premièrement, la revue stratégique de l'Eurosystème de 2021 a clarifié sans ambiguïté que notre cible de 2 % est symétrique : une inflation inférieure à 2 % sort de la cible. Deuxièmement, la vague d'inflation de 2022-2023 a clos le débat en faveur d'un relèvement de la cible d'inflation, en mettant en lumière les coûts que cela engendrerait, tant sur le plan social et politique qu'économique. À des niveaux plus élevés, l'inflation focalise l'attention, devenant ancrée dans la fixation des prix et des salaires, et dans les anticipations d'inflation.

A HIGHER INFLATION TARGET? ABOVE 2%, THE PUBLIC'S ATTENTION TO INFLATION INCREASES

Chart 1: The non-linear relation between inflation and attention to inflation in France



Source: X/Twitter, Factiva, INSEE, 2011-2022. Authors' calculations. See Hubert, P. (2024, January 26). Attention to inflation depends on its level. Banque de France, Eco Notepad, Post No. 340.
Note: Y-axis: average daily number of tweets (left) and press articles (right) each month. X-axis: French inflation as measured by the HICP.

BANQUE DE FRANCE
LE MONUMENTAL

Au vu de ces coûts, les avantages potentiels d'une cible plus haute, principalement une plus grande marge par rapport à la borne zéro des taux d'intérêt ⁱⁱ, ont été réévalués. Ainsi, certains de ceux qui préconisaient une cible de 4 % ont revu leur recommandation à la baisse, à 3 % ⁱⁱⁱ.

Certes, la cible d'inflation optimale n'est pas une constante universelle, mais elle pourrait dépendre des caractéristiques structurelles de l'économie telles

que le niveau du taux d'intérêt naturel. Mais une leçon clé des dix dernières années, c'est que les cadres de politique monétaire doivent fonctionner « par tous les temps ». L'environnement de faible inflation des années 2010 a rapidement laissé place aux chocs d'offre volatils des années 2020. Une cible d'inflation qui serait ajustée à chaque choc ne serait pas une cible du tout.

b) D'autres objectifs ?

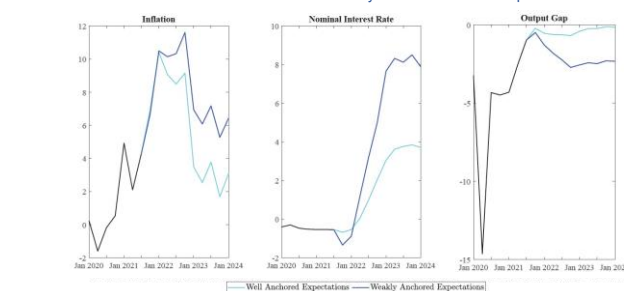
Au-delà de l'objectif principal de stabilité des prix, des débats existent sur la marge de manœuvre dont les banques centrales devraient disposer pour poursuivre d'autres objectifs. Dans l'Eurosystème, qui n'opère pas selon un mandat double, certains plaident en faveur d'un mandat plus large qui comprendrait la croissance ou l'emploi. Partout, le sujet des inégalités fait l'objet de discussions. Et surtout, le changement climatique est une inquiétude pressante. Les critiques sont prompts à interpréter ces débats comme les signes d'une dérive politisée, qui détourne les banques centrales de leur mission première de stabilité des prix.

À mes yeux, il s'agit largement d'un faux débat : l'attention clairement portée à l'objectif principal de stabilité des prix est pleinement justifiée, mais n'est pas incompatible avec d'autres considérations.

En ce qui concerne l'activité économique, notre récente victoire contre l'inflation montre que, dans la mesure où la politique monétaire est crédible et réactive, l'arbitrage de court terme entre activité économique et inflation est bien plus simple à effectuer que ce que la douloureuse expérience des années 1970 n'avait laissé craindre à certains.

OUR CREDIBILITY AVOIDED A REPLAY OF THE 1970s

Chart 2 : Two counterfactuals with well and weakly anchored inflation expectations for the euro area



Source: Based on Dupraz and Marx (2024)

Note: The two counterfactual exercises start in 2021Q3. Results based on a model with finite planning horizon à la Woodford (2019) and long-term learning with a constant gain. The model is estimated on 1999q1-2007q4 on euro area data

BANQUE
FRANCE
ÉCONOMIQUE

Si nous avons réagi moins fortement aux chocs d'offre de 2022-2023, ce n'est pas seulement l'inflation qui aurait été plus élevée. Avec le temps, la confiance – et par conséquent l'activité économique – auraient également souffert davantage. Le coût en termes d'activité aurait simplement été reporté à plus tard, et alourdi. En permettant à l'inflation de s'ancrer dans les anticipations, un resserrement brutal aurait été inévitable pour ramener l'inflation sous contrôle^{iv}. Cela aurait causé une douloureuse récession.

De la même manière, les préoccupations relatives aux inégalités économiques ne remettent pas en question les effets néfastes de l'inflation. Les ménages à faibles revenus sont les plus sensibles à l'inflation, car ils sont les plus exposés à ses coûts. Ils consacrent une plus grande part de leurs revenus à la consommation plutôt qu'à l'épargne, et sont ainsi directement exposés à l'IPC, en particulier pour les biens dont les prix sont plus volatils tels que les produits alimentaires et l'énergie.

Enfin, l'attention que nous portons aux risques liés au climat résulte de leur impact croissant sur la stabilité des prix. Les événements climatiques graves se multiplient, avec des effets substantiels sur l'activité et l'inflation, y compris dans les économies avancées. De plus, faciliter la transition écologique peut contribuer à atténuer l'impact inflationniste des chocs d'offre plus classiques. En comparant 2026 à 2022, les prix du gaz ont un effet nettement moindre sur les prix de l'électricité en France, qui est revenue à sa pleine capacité nucléaire, et en Espagne, où la part d'énergie solaire a augmenté rapidement^v. Le véritable

risque pour la stabilité des prix serait d'ignorer la transition écologique. Le conflit actuel au Moyen-Orient nous l'a rappelé avec force.

c) Une difficile articulation avec la stabilité financière

L'articulation entre stabilité financière et stabilité des prix est bien plus délicate. Dans certaines circonstances, les deux sont alignées : les crises financières mènent souvent à des récessions prolongées, qui sont l'une des plus grandes menaces pour la stabilité des prix.

Toutefois, il existe aussi des situations où ces deux objectifs entrent en conflit. Une politique monétaire très accommodante, bien qu'elle soit justifiée aujourd'hui pour garantir la stabilité des prix, peut contribuer à l'accumulation de vulnérabilités financières : des valorisations excessives des actifs (notamment dans l'immobilier, dont les prix ont augmenté de manière disproportionnée dans l'ensemble de l'OCDE depuis 2015), un endettement excessif et une prise de risque excessive.

Bien sûr, la réglementation financière et la supervision doivent rester notre première ligne de défense face à ces vulnérabilités. Depuis la crise financière mondiale, nous mettons en place de nouveaux outils. Mais reconnaissons que les outils macroprudentiels restent mal compris par le grand public, et que leur efficacité est difficile à évaluer pleinement. Dans ce contexte, l'économiste américain Jeremy Stein a avancé que la politique monétaire devrait « aller à contre-courant » (*lean against the wind*)^{vi}. Si cet argument est plausible, il est loin d'être clair que la réduction non observable du risque de crise financière suffise à justifier une déviation observable à court terme de l'inflation par rapport à la cible^{vii}.

Une autre approche consiste à inclure les considérations de stabilité financière dans l'analyse de la transmission de la politique monétaire par le biais du système financier. À la BCE, l'évaluation stratégique de 2021 a réorienté notre pilier monétaire historique vers une analyse financière plus large, qui inclut une évaluation des vulnérabilités financières. Mais en pratique, cela a eu très peu d'impact sur la politique monétaire jusqu'à présent.

Les considérations de stabilité financière sont différentes lors d'un cycle de resserrement, mais également non convergentes avec la politique monétaire. La crainte est alors que les taux d'intérêt augmentent trop et trop vite, ce qui déclencherait une crise financière.

En résumé, il n'existe probablement pas de cadre unifié susceptible de résoudre toutes les tensions entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Le cycle de resserrement de 2022-2023 a montré que notre cadre prudentiel et réglementaire nous donne toute la liberté nécessaire pour agir sur la politique monétaire. La manière la plus fiable de minimiser les tensions est probablement d'accomplir chaque mission plus efficacement, conformément au principe classique de séparation.

2. A SECOND CHALLENGE TO THEIR INSTRUMENTS

a) *Balance-sheet instruments*

b) *Negative interest rates and forward guidance*

► Clarification 2 : Efficiency of QE calls for caution on other non-conventional instruments

4

2. Un deuxième défi, celui de leurs instruments

Ce qui a le plus changé au cours des dix dernières années, c'est la panoplie d'instruments disponibles pour les banques centrales. Avec des taux d'intérêt à leur plancher effectif (*effective lower bound*, ELB) ou proches de ce plancher pendant la majeure partie des années 2010, les instruments non conventionnels incluaient : des instruments de bilan comprenant l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE) et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO), ainsi que de nouveaux instruments de taux d'intérêt, dont les taux d'intérêt négatifs et la *forward guidance*.

Vers la fin de l'épisode d'ELB, un consensus s'est dégagé sur le fait que ces instruments faisaient désormais partie de la boîte à outils monétaires durable – presque conventionnelle – des banques centrales. Depuis 2022 et dans le contexte de la récente poussée de l'inflation, ce consensus s'est affaibli. L'idée selon laquelle leurs coûts – au-delà des pertes financières qu'ils ont provoquées pour les banques centrales elles-mêmes – ont été sous-estimés a gagné en popularité. Certains ont suggéré qu'ils portaient une part de responsabilité dans le retour de l'inflation^{viii}. C'est tout simplement faux. L'inflation a résulté de l'enchaînement de deux chocs opposés – la pandémie de Covid, puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie – qui étaient tous deux totalement imprévisibles.

Ce débat mérite à mes yeux une approche moins manichéenne. Premièrement, parce que l'utilisation d'instruments non conventionnels dépend des circonstances. Les critiques formulées une fois qu'ils ne sont plus nécessaires oublient souvent pourquoi ils l'étaient initialement. Deuxièmement, parce que les différents instruments doivent être évalués séparément. Ce faisant, une hiérarchie claire se dessine.

a) Instruments de bilan

La contribution la plus nette est celle des instruments de bilan. Les programmes d'achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO), ont été conçus en période de crise, lorsque les outils conventionnels étaient contraints par le plancher effectif des taux. Nous devrions toutefois mieux distinguer leurs objectifs : soit de préserver une *transmission* efficace de la politique monétaire lorsque des segments de marché spécifiques étaient soumis à des tensions (ce qui équivaut à l'objectif de *stabilité financière*), soit de fournir une marge de manœuvre supplémentaire lorsque cela s'avérait nécessaire, en particulier au niveau de l'ELB (objectif d'*orientation* de la politique monétaire). Je proposerai en conséquence d'en tirer quatre leçons^{ix}:

1) Premièrement, lorsque l'objectif est de préserver la **transmission ou la stabilité financière**, il n'y a pas de raison de conserver les actifs achetés au

bilan jusqu'à leur échéance. C'était le cas pour les achats de la Banque d'Angleterre lors de la crise des bons du Trésor anglais (« *gilts* ») en septembre 2022, et ce pourrait l'être pour l'instrument de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument*, TPI) de la BCE. Il n'y a pas d'obligation de revendre à court terme – si c'était le cas, la banque centrale serait soumise à la « dominance des marchés » (*market dominance*), et son intervention serait moins efficace ; mais cette option reste disponible à tout instant.

2) Deuxièmement, quand il s'agit de poursuivre l'assouplissement de l'**orientation** de la politique monétaire, nous devrions faire la distinction entre l'objectif de fournir de la liquidité (c'est-à-dire agir sur les volumes) ou celui de réduire les taux à long terme (c'est-à-dire agir sur les prix). Quand l'objectif premier est d'injecter de la **liquidité**, cela ne doit pas se faire par le biais d'achats d'obligations à long terme, mais en prêtant à court terme ou à taux variables pour les LTRO. Ces opérations constituaient d'ailleurs une innovation puissante et réussie de la BCE, qui n'a pas été utilisée aux États-Unis.

3) Il reste alors l'« **assouplissement quantitatif core** » (**achat et détention d'obligations à long terme**) avec l'objectif de réduire la prime de terme et ainsi les rendements à long terme. Cela implique d'intégrer le risque de taux d'intérêt au bilan des banques centrales, et donc de possibles pertes, comme nous avons pu l'observer : nous devrions toutefois, **si** l'objectif est clair et justifié, être prêts à accepter de tels risques, tout en suivant plus attentivement l'échéance moyenne du portefeuille. Permettez-moi de souligner, sur une note positive, que la sortie de l'assouplissement quantitatif – le resserrement quantitatif ou plutôt la normalisation quantitative – s'est déroulée en douceur dans un passé récent, sans provoquer de hausse inverse des rendements à long terme, contrairement à ce que beaucoup craignaient.

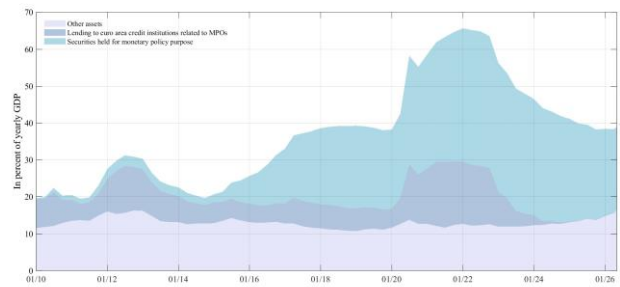
4) Dans nos portefeuilles, nous devrions donner la priorité aux **obligations souveraines et supranationales**, afin de limiter l'exposition directe de notre bilan au secteur des entreprises non financières. Cela dit, ces programmes ne

sont pas conçus, et ne doivent jamais l'être, pour financer les gouvernements ni pour contribuer à la relance budgétaire.

Il y a de bonnes raisons que la « nouvelle normalité » comporte un bilan de banque centrale plus ample qu'avant 2008.

A LEANER BALANCE SHEET THAN AT ITS PEAK, BUT A HIGHER « NEW NORMAL » LEVEL

Chart 3: Eurosystem's balance sheet relative to GDP



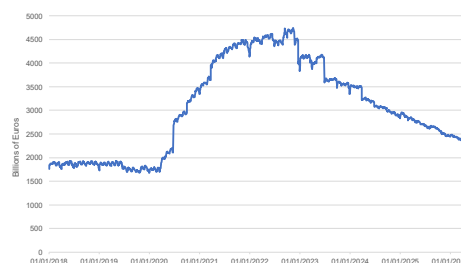
Source: ECB and Banque de France calculations.

BANQUE DE FRANCE
18180

La Réserve fédérale a fait part de son intention de maintenir un régime de réserves amples. Et l'Eurosysteme devrait aller dans ce sens par le biais de son futur portefeuille structurel et de ses opérations de crédit à plus long terme. À l'heure actuelle, la liquidité reste abondante ^x, notre excédent de liquidité s'élevant à environ 2 300 milliards d'euros. Il est à comparer au niveau de liquidité nécessaire pour ancrer les taux du marché monétaire aux taux directeurs planchers, à savoir le seuil d'excédent de liquidité nécessaire (*Floor Required Excess Liquidity*, FREL) qui est estimé en moyenne à 1 500 milliards d'euros environ, avec toutefois un intervalle de confiance large.

EXCESS LIQUIDITY IS DECREASING BUT STILL ABUNDANT

Chart 4 : Eurosystem's Excess Liquidity



Source: ECB.

BANQUE DE FRANCE
18180

Mais si nous devons nous retrouver dans une situation de liquidité plus rare dans la zone euro, ou perçue comme telle par les banques, cela pourrait provoquer un resserrement excessif du crédit, ainsi qu'une inégalité de traitement par rapport aux banques internationales. En couvrant les besoins de liquidité du secteur bancaire, un système doté de réserves amples peut à la fois contrôler plus efficacement le taux d'intérêt interbancaire et atténuer les risques pesant sur la stabilité financière ^{xi}.

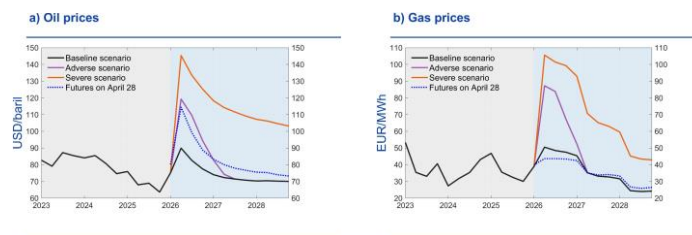
b) Taux d'intérêt négatifs et forward guidance

En revanche, une plus grande prudence s'impose concernant deux instruments plus ambitieux : les taux d'intérêt négatifs et la *forward guidance*. Les taux d'intérêt nominaux négatifs sont mal compris et potentiellement destructeurs de cohésion sociale. Quant aux annonces de *forward guidance* prétendant s'engager à l'avance sur la politique future, elles ne peuvent être inconditionnelles. Il convient de rappeler que la conditionnalité faisait partie intégrante des premières propositions de *forward guidance* ^{xii}.

Cependant, même lorsque la *forward guidance* explicite est formellement conditionnelle, il y a toujours un risque que cette conditionnalité échappe au public ou qu'elle soit mal comprise par lui. Ce qui importe au moins est que les agents économiques comprennent comment les banques centrales réagissent aux évolutions économiques futures. Une *forward guidance* explicite est une manière d'y parvenir, mais elle n'est pas la seule. Une signalisation souple (*soft signaling*) qui façonne les anticipations des marchés financiers sans engagement explicite est une option.



Chart 5: Oil and gas prices in the ECB scenarios (March projections) and market expectations



Source: ECB, Refinitiv.



L'utilisation de scénarios économiques offre un autre moyen qui, par définition, rend impossible de passer à côté de la conditionnalité de la politique monétaire. Cet avantage apporté par les scénarios vient s'ajouter à d'autres avantages plus évidents, tels qu'un test de la robustesse de la politique monétaire et une meilleure anticipation des risques extrêmes (*tail risks*).

Déplacer l'accent d'une *forward guidance* à long terme vers des scénarios économiques implique de passer d'une sorte de « dirigisme volontariste » à un état d'esprit de « pragmatisme agile » que je défends fermement pour la politique monétaire. Il s'agit d'une approche plus humble et fondée sur les données, qui reconnaît les limites de ce que nous pouvons prévoir, mais qui ne remet nullement en cause notre détermination à agir quoi que l'avenir nous réserve.

Permettez-moi d'illustrer ceci avec une seule remarque d'actualité. Je lis, depuis notre Conseil des gouverneurs de jeudi dernier, beaucoup de spéculations et plusieurs déclarations sur le calendrier de notre prochaine hausse de taux à la BCE ; cela me paraît un peu trop ressembler à une *forward guidance* déguisée. Ce qui doit nous guider, ce n'est pas une date, mais des données. Et la signalisation souple dont j'ai parlé consiste à préciser notre fonction de réaction. Notre attention doit être focalisée sur les effets de second tour, et pour cela, sur trois indicateurs clés : l'inflation sous-jacente, présente et prévue ; les anticipations d'inflation à moyen terme, en particulier celles des ménages et des entreprises ; et l'évolution des salaires.

3. A THIRD CHALLENGE TO THEIR INDEPENDENCE

- a) *Reporting and communicating broader*
- b) *Lending our credibility?*

► Clarification 3 : Fiercely defended independence places an even stronger obligation on us to deliver results and provide explanations to our fellow citizens.

3. Un troisième défi, celui de leur indépendance

Enfin, les banques centrales sont confrontées à une remise en cause croissante de leur indépendance **(3)**. La critique populiste est aujourd'hui la plus visible, mais aussi la moins pertinente. Les banques centrales sont dépeintes comme des institutions technocratiques, qui échappent au contrôle démocratique et sacrifient l'emploi et/ou la croissance sur l'autel de la stabilité des prix. Permettez-moi de répondre par un triple « non ».

Non, l'indépendance n'est pas une anomalie dans la démocratie : au contraire, elle a été conférée par la démocratie elle-même. C'est s'y attaquer, en contradiction avec la loi, qui est dangereux pour la démocratie.

Non, l'indépendance n'est pas faite pour nous, banquiers centraux, elle bénéficie à tous les citoyens.

Et non, l'indépendance ne constitue pas un obstacle à des taux d'intérêt raisonnablement bas ; elle en est au contraire la condition en permettant de maîtriser durablement l'inflation à un niveau proche de sa cible de 2 %.

Cette critique populiste n'est pas seulement infondée, elle est aussi contreproductive. La politique monétaire a évolué au cours des dix dernières années : à côté du canal traditionnel de la demande de crédit, un autre canal déterminant a émergé – celui des anticipations^{xiii}. Dans un monde plus incertain, ébranlé par les chocs répétés, l'efficacité de la politique monétaire repose de plus en plus sur la capacité des banques centrales à ancrer les anticipations d'inflation, c'est-à-dire sur leur crédibilité aux yeux des ménages

et des entreprises. Par conséquent, affaiblir l'indépendance des banques centrales signifie également fragiliser l'un des piliers clés de la stabilité des prix. Mais défendre fermement l'indépendance des banques centrales ne signifie pas que nous devons cesser de réfléchir à **deux questions** sérieuses s'y rapportant.

a) Rendre compte et communiquer plus largement

La première question concerne la responsabilité démocratique des banques centrales. Le devoir de rendre compte des décisions prises en matière de politique monétaire de manière compréhensible est une contrepartie essentielle de l'indépendance ^{xiv}. Contrairement à une approche qui a longtemps prévalu, selon laquelle les banques centrales ne dialoguaient qu'avec les spécialistes financiers, nous adressons désormais notre communication à tous les agents économiques, y compris le grand public. Une politique monétaire mieux comprise est plus efficace. Au cours des dix dernières années, la Banque de France et l'Eurosystème ont réalisé des progrès considérables dans ce domaine, mais reconnaissons que la défiance à l'égard des médias traditionnels a progressé encore plus vite. Nous avons donc à inventer de nouveaux moyens pour toucher tous les publics, y compris les jeunes, en nous appuyant davantage sur les médias, les créateurs de contenus ou les *chatbots*.

b) Prêter notre crédibilité?

Le deuxième enjeu est délicat : jusqu'où les banques centrales peuvent-elles, ou doivent-elles commenter les autres aspects de la politique économique ? Nous opérons désormais dans un monde qui conjugue à la fois des gouvernements plus faibles et des chocs d'offre de plus en plus fréquents. Dans cet environnement conditionné par l'offre, les politiques structurelles, plutôt que les mesures de relance budgétaire traditionnelles, ont une plus grande importance, mais elles sont également plus difficiles à adopter et à mettre en œuvre. Les banquiers centraux peuvent « prêter leur crédibilité » ^{xv} en partageant publiquement leurs points de vue et leur expertise sur les enjeux

économiques plus larges, qui sont essentiels pour stimuler la croissance et la productivité futures.

Se servir de cette crédibilité pour parler, au-delà de la politique monétaire, de réformes structurelles et de consolidation budgétaire, n'est pourtant pas sans risque. En tant que banques centrales, nous devons indiquer clairement que nous ne sommes pas les décideurs ici ; que nous mentionnons les politiques structurelles dans la mesure où elles sont pertinentes pour la stabilité des prix ; que notre rôle est d'apporter au débat public des données, une expertise et des explications en toute indépendance ; et que nous acceptons que notre point de vue soit débattu et même contesté. Mais dans l'Europe et le monde d'aujourd'hui, où l'action non monétaire est à la fois plus nécessaire et plus difficile que jamais, cela vaut peut-être la peine pour les banques centrales de prendre ce risque. Si nous ne plaidons pas pour la soutenabilité de la dette en France, ou pour les rapports Letta et Draghi en Europe, qui le fera ?

Permettez-moi de conclure avec une touche de philosophie : Emmanuel Kant ^{xvi} a un jour observé que « dans une forêt, les arbres, justement parce que chacun essaie de ravir à l'autre l'air et le soleil, se contraignent réciproquement à croître vers le haut ». Il en va de même pour les banques centrales. Face à une succession de chocs, et confrontées à un triple défi, elles sont contraintes de faire preuve d'une plus grande clarté. Aujourd'hui, j'ai tenté de développer cette idée en m'appuyant sur une autre approche tirée de la morale kantienne, afin de passer de « Que pouvons-nous savoir ? » à « Que devrions-nous faire ? ». Et ce que nous devrions faire peut se résumer en trois paradoxes : le succès dans la lutte contre l'inflation devrait conduire à davantage d'humilité à l'égard du mandat, plutôt qu'à un possible excès d'ambition. L'efficacité de l'assouplissement quantitatif invite à la prudence vis-à-vis des autres instruments non conventionnels. Et l'indépendance fermement défendue nous impose une exigence encore plus forte de résultats et d'explications vis-à-vis de

nos concitoyens. Efforçons-nous d'être des banquiers centraux kantien, et merci pour votre attention.

ⁱ Trichet (J.-C.) (2013), *Central Banking in the Crisis: Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy. Per Jacobsson Lecture*, Washington (DC), 12 octobre.

ⁱⁱ Blanchard (O.), Dell'Ariccia (G.) et Mauro (P.) (2010), « *Rethinking Macroeconomic Policy* », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 42 (S1), p. 199-215. Cf. également Ball (L.M.) (2014), « *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent* », *IMF Working Papers*, 2014/092.

ⁱⁱⁱ Cf. par ex. Blanchard (O.) (2022), « *It Is Time to Revisit the 2% Inflation Target* », *Financial Times*, 28 novembre ; Krugman (P.) (2023), « *Working Out: How Low Must Inflation Go?* », *The New York Times*, 9 juin.

^{iv} Dupraz (S.), Marx (M.) (2023), « *Ancrer des anticipations non rationnelles* », *Document de travail*, n° 936, Banque de France, 29 décembre.

^v Agence de l'UE pour la coopération des régulateurs de l'énergie (2025), « *Key developments in European electricity and gas markets: 2025 monitoring report* ».

^{vi} Stein (J.C.) (2014) « *Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework* », remarques lors de l'International Research Forum on Monetary Policy, Washington (D.C.), 21 mars, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve. Cf. également Woodford (M.) (2012) « *Inflation Targeting and Financial Stability* », *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012/1, p. 7-32.

^{vii} Villeroy de Galhau (F.) (2019), « Les défis actuels pour la politique monétaire », discours à la conférence de la chaire BdF/PSE, Paris School of Economics, 24 septembre. Cf. par ex. Svensson (L.) (2017) « *Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind* », *Journal of Monetary Economics*, n° 90, p. 193-213 pour une argumentation sur les avantages jugés trop faibles, et par ex. Adrian (T.), Liang (N.) (2018) « *Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability* », *International Journal of Central Banking*, n° 14/1, p. 73-131 pour l'argumentation opposée. Cf. également Gourio (F.), Kashyap (A.K.), Sim (J.W.) (2018) « *The Trade offs in Leaning Against the Wind* », *IMF Economic Review*, 66/1, p. 70-115 sur les déterminants de l'arbitrage.

^{viii} Cf. par exemple Eggertsson (G. B.) et Kohn (D.) (2023), « *The inflation surge of the 2020s: The role of monetary policy* », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2023/2, p. 1-92.

^{ix} Villeroy de Galhau (F.) (2024), « *Quelques réflexions sur la politique monétaire, l'année à venir et les dix dernières années* », discours à l'Euro 50 Group, Paris, 28 novembre.

^x Villeroy de Galhau (F.) (2025), « À propos de notre politique monétaire : une bonne position, mais pas une position confortable, ni une position figée », discours au Symposium 2025 du CEPR, 5 décembre.

^{xi} Greenwood (R.), Hanson (S.G.) et Stein (J.C.) (2016), « *The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial Stability Tool* », *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, actes du Symposium de politique économique de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 août, p. 335-397.

^{xii} Evans (C.L.) (2010), « *A Proposal for a State-Contingent Price-Level Objective* », message aux membres du conseil d'administration et aux présidents de la Banque fédérale de réserve, Banque fédérale de réserve de Chicago, 14 septembre. Publié par le Secrétariat du FOMC, 20 novembre 2017.

^{xiii} Villeroy de Galhau (F.) (2023), « Comment la France et l'Europe vont vaincre l'inflation », Lettre au Président de la République, avril.

^{xiv} Villeroy de Galhau (F.) (2022), « L'éthique de la monnaie : un éventuel manuel à l'usage des banquiers centraux ? », conférence Camdessus, 14 septembre.

^{xv} Villeroy de Galhau (F.) (2024), « Perspectives sur la politique monétaire (II) : Trois repères pour un futur de « Grande volatilité » », discours prononcé à la London School of Economics, 30 octobre.

^{xvi} Kant (E.) (1784), *Idée d'une histoire universelle au point de vue cosmopolitique*.