



Le rôle de la banque centrale dans le soutien d'une croissance forte et durable à moyen et long terme

OCDE 23 mai 2016

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

Introduction :

Bonsoir Mesdames et Messieurs. C'est un grand plaisir pour moi d'être ici ce soir. Vous connaissez sans doute la plaisanterie : « Combien faut-il d'économistes de banque centrale pour visser une ampoule ? » « Un seul : il tient l'ampoule et la terre tourne autour de lui ». En traitant du rôle des banques centrales dans le soutien de la croissance, vous pensez peut-être que j'outrepasse un peu mon rôle de banquier central. Mais comme vous le constaterez, mes vues sont plus modestes.

Comme nous le savons tous, la croissance à long terme est déterminée par des forces réelles : l'accumulation de capital physique, le développement de nouveaux produits et de nouvelles techniques de production, la mise en place d'infrastructures publiques, l'investissement dans l'éducation et les compétences et l'allocation efficace des ressources entre les différentes utilisations. La croissance à long terme n'est pas déterminée par des valeurs nominales et il peut donc sembler étrange de penser que les banques centrales jouent un rôle quelconque dans le soutien d'une croissance forte et durable à moyen et à long terme. La politique monétaire est généralement perçue comme agissant sur la demande et la dimension cyclique de l'activité.

J'aimerais cependant faire remarquer que les banques centrales disposent d'au moins trois moyens importants pour augmenter le taux de croissance soutenable.

La première contribution que peuvent apporter les banques centrales est bien connue et consiste à assurer la stabilité des prix. Celle-ci permet de restreindre la gamme des trajectoires futures du niveau agrégé des prix et donne ainsi certaines garanties quant à la

valeur économique réelle des contrats nominaux. La baisse de la prime de risque d'inflation diminue l'incertitude des contrats à long terme, facilitant ainsi l'investissement dans des projets à rendements potentiels élevés mais assortis de longues périodes de gestation.

La stabilité des prix aide également les consommateurs et les entreprises à identifier plus facilement les variations des prix relatifs. Une vision plus claire de ces prix permet ensuite à une économie de déplacer plus rapidement ses ressources vers des utilisations plus rentables, d'améliorer sa compétitivité et donc sa productivité agrégée.

Cependant, j'aimerais insister sur deux autres moyens moins connus par lesquels la banque centrale peut aider à renforcer le taux de croissance potentielle d'une économie :

- la politique monétaire peut contribuer à atténuer les effets négatifs à moyen terme d'une profonde récession sur la croissance potentielle, notamment à la suite d'une crise financière ;
- la politique monétaire peut favoriser la croissance à long terme en soutenant des réformes structurelles, notamment celles qui sont propices à un système financier plus résistant et plus efficace.

1. La politique monétaire peut contribuer à atténuer les effets négatifs à moyen terme d'une profonde récession sur la croissance potentielle.

1.1 Tout d'abord, la « frontière » entre une politique monétaire contracyclique appropriée et une croissance durable à moyen terme est une frontière ouverte.

Une profonde récession, telle que la Grande récession, peut exercer sur la croissance potentielle des effets durables, dont la nature est différente des conséquences habituelles d'un ralentissement conjoncturel. En raison de sa durée et de son ampleur, elle peut porter atteinte au stock de capital humain et physique disponible ainsi qu'à la croissance de la productivité à moyen terme. La politique monétaire peut atténuer ces effets par le biais d'une orientation accommodante appropriée.

En premier lieu, une récession profonde risque d'entraîner une dépréciation du stock de capital humain disponible¹. Le chômage de longue durée a atteint des sommets historiques lors de la Grande récession aux États-Unis, en Espagne, en Italie ou en France. Les

¹ R. Jackman et R. Layard, *Does Long-term Unemployment Reduce a Person's Chance of a Job? A Time-Series Test*, *Economica*, London School of Economics and Political Science, vol. 58(229), pages 93-106, février 1991.

compétences des chômeurs de longue durée peuvent ainsi s'éroder en raison du manque de pratique.

Le chômage de longue durée risque également de décourager une partie de la population active, qui peut quitter définitivement le marché du travail. Le fléchissement structurel du taux d'activité de la population active s'est accéléré avec la crise aux États-Unis. Cette évolution ne se constate cependant pas dans tous les pays, comme le montre l'exemple de l'Espagne. En effet, le comportement inverse peut être observé : le chômage d'un membre d'un ménage peut conduire d'autres membres de ce ménage à entrer sur le marché du travail. Ces deux effets peuvent se compenser ou se dominer l'un l'autre, entraînant des trajectoires différentes selon les pays.

Enfin, une profonde récession peut entraîner une réallocation sectorielle puisqu'une partie de la population active manque des compétences appropriées. Les travailleurs espagnols du secteur de la construction ont été confrontés à une forte contraction de la part de ce secteur dans l'emploi total (de 13 % à 5 %) et ont dû trouver un emploi dans d'autres secteurs. Le recul est moins important mais cependant non négligeable dans les pays ayant connu un essor de la construction. Plus généralement, selon une étude de la Banque de France², la courbe de Beveridge s'est déplacée dans la zone euro et aux États-Unis : pour un même niveau de chômage, les emplois vacants ont augmenté, ce qui indique une hausse du chômage structurel.

Ces effets de la crise sur le capital humain s'estomperont seulement de façon progressive, avec l'arrivée de nouvelles générations sur le marché du travail. Ils pourraient cependant être atténués par des politiques actives du marché du travail, telles qu'une politique de formation appropriée, qui ont une incidence très efficace et ciblée sur la dépréciation du capital humain.

1.2 Ensuite, en Europe, la BCE a considérablement assoupli sa politique monétaire ces dernières années, même après avoir atteint les limites de la politique monétaire conventionnelle.

² A. Maravalle, M.-E. de la Serve et G. Verdugo, « *La courbe de Beveridge dans la Zone euro depuis la Crise: une hausse du chômage structurel ?* » *Bulletin de la Banque de France*, Banque de France, n° 198, 4ème trimestre 2014.

Mais cette récession n'a pas été ordinaire car elle s'est accompagnée d'une crise financière aigüe : l'histoire montre que les récessions associées à des crises financières peuvent avoir un impact encore plus durable sur les performances économiques. Lors des crises financières, les contraintes de crédit peuvent se durcir considérablement pour les banques et pour les entreprises et les ménages, ce qui porte ensuite préjudice à la croissance du capital physique et de la productivité du travail.

Les contraintes de financement peuvent entraîner une augmentation des défaillances d'entreprises. Cette évolution peut ne pas être préjudiciable à la croissance à long terme si elle a un « *cleansing effect* », c'est-à-dire si les entreprises et les équipements non performants disparaissent et libèrent des ressources pour les jeunes entreprises innovantes³. Cependant, elle peut également affecter des entreprises jeunes, innovantes et risquées, qui sont plus fragiles et financièrement dépendantes⁴. Selon Foster, Grim et Haltiwanger⁵, la réallocation aux États-Unis lors de la Grande récession a été moins intensive et moins stimulante pour la productivité qu'en temps normal, contrairement aux précédentes récessions. Une baisse similaire de la réallocation a été observée au Royaume-Uni par la Banque d'Angleterre⁶.

Les contraintes de financement affectent également plus particulièrement le financement de la R&D : selon une étude de la Banque de France⁷, la part de l'investissement en R&D devient procyclique lorsque les contraintes de crédit se durcissent et n'augmente pas proportionnellement en période de reprise. La Grande récession ayant été mondiale, les années perdues d'efforts de R&D ne peuvent pas être rattrapées par l'achat de technologie à l'étranger, puisque tous les pays ont été affectés. À moyen terme, cette situation pèsera sur la croissance de la productivité, qui est alimentée en partie par l'innovation technique.

Les contraintes de financement peuvent contribuer à la baisse de l'investissement, notamment dans les industries dépendant plus largement du financement externe ou ayant

³ R. J. Caballero et M. L. Hammour, *On the Timing and Efficiency of Creative Destruction*, *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 111(3), pages 805-852, 1996.

⁴ M. Ouyang, *The scarring effect of recessions*, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(2), pages 184-199, mars 2009.

⁵ L. Foster, C. Grim et J. Haltiwanger, *Reallocation in the Great Recession: Cleansing or Not?*, *Journal of Labor Economics*, University of Chicago Press, vol. 34(S1), pages S293 - S331, 2016.

⁶ R. Riley, C. Rosazza-Bondibene et G. Young, *The UK productivity puzzle 2008-13: evidence from British businesses*, *Bank of England working papers* 531, Bank of England, 2015.

⁷ P. Aghion, P. Askenazy, N. Berman, G. Cette et L. Eymard, *Credit Constraints And The CyclicalitY Of R&D Investment: Evidence From France*, *Journal of the European Economic Association*, European Economic Association, vol. 10(5), pages 1001-1024, octobre 2012.

une plus faible tangibilité des actifs⁸, ce qui peut ralentir la formation de stock de capital et donc la croissance potentielle, mais également entraîner son vieillissement et peser sur sa productivité en raison de l'utilisation d'équipements plus anciens. Comme le montre une étude de la Banque de France⁹, la Grande dépression et la Grande récession ont toutes deux entraîné un vieillissement significatif du stock des équipements.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE est particulièrement conscient des vives tensions auxquelles le système financier a été soumis ces dernières années, ainsi que des perturbations du canal du crédit. Il craignait notamment que le processus de désendettement bancaire réduise l'offre de crédit et compromette les effets bénéfiques d'une réduction des taux d'intérêt sur les bilans des entreprises, ce qui aurait pu être un frein considérable pour la politique monétaire. Cela a renforcé les arguments en faveur d'une action décisive.

Afin de remédier aux perturbations du canal du crédit, le Conseil des gouverneurs a lancé deux programmes d'opérations de refinancement ciblées, en complément des autres mesures non conventionnelles qu'il n'est pas nécessaire de rappeler. Ces deux séries d'opérations, TLTRO I et II, permettent aux banques d'emprunter à hauteur d'un pourcentage fixe de leurs portefeuilles de prêts, à un taux d'intérêt lié aux taux directeurs de la BCE. Les banques qui consentent un montant de prêts nouveaux supérieur à la valeur de référence bénéficient d'un coût de financement moyen moins élevé. Ces opérations sont une incitation puissante à accroître l'offre de prêts et contribuent en partie à atténuer les risques de financement lorsque les taux d'intérêt nominaux sont négatifs.

Toujours en vue de relancer le canal du crédit, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars 2016 d'inclure dans son programme d'achats d'actifs les obligations émises par des sociétés. Cela devrait réduire directement le coût de l'emprunt sur les marchés de capitaux pour les entreprises.

Dans l'ensemble, ces mesures ont contribué efficacement à l'assouplissement des conditions du crédit dans la zone euro. Le volume des prêts consentis par les banques aux sociétés non financières a recommencé à augmenter et les taux débiteurs des banques ont diminué dans l'ensemble de la zone euro, mais plus notablement dans les pays où les conditions s'étaient le plus durcies.

⁸ P. Aghion, D. Hémons et E. Kharroubi, *Cyclical fiscal policy, credit constraints, and industry growth*, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 62(C), pages 41-58, 2014.

⁹ A. Bergeaud, G. Cette et R. Lecat, *The role of production factor quality and technology diffusion in 20th century productivity growth*, *Working papers* 588, Banque de France, 2016.

2. La politique monétaire peut favoriser la croissance à long terme en soutenant les réformes structurelles

La crise financière a, dans une certaine mesure, fait apparaître diverses faiblesses structurelles dans de nombreuses économies. Certains pays ont affiché des niveaux de dette publique excessifs¹⁰. D'autres se sont heurtés à des obstacles structurels au flux des ressources, notamment sur le marché du travail et dans l'allocation du crédit entre les différents secteurs, signe qu'un dysfonctionnement du secteur financier peut aggraver les faiblesses structurelles¹¹. Dans d'autres pays, les deux symptômes étaient présents.

Les changements structurels axés sur l'amélioration du suivi et de la capacité de résistance de notre système financier sont de la plus haute importance. À l'évidence, la crise financière a résulté en partie d'une prise de risque excessive et d'un surinvestissement dans les secteurs à faible productivité¹². Le dispositif Bâle 3 à l'échelle mondiale et le mécanisme de surveillance unique pour la zone euro constituent de nouveaux outils de surveillance prudentielle qui permettront de limiter ces risques dans le futur.

Cela étant, de nombreux pays de la zone euro ont dû aussi procéder à d'importants ajustements budgétaires et mettre en œuvre de vastes réformes structurelles.

Malheureusement, nombre de ces réformes structurelles sont susceptibles d'avoir un effet déflationniste temporaire. C'est le cas des réformes sur les marchés de biens et services, qui ciblent directement la baisse des prix, mais également des réformes favorisant l'offre lorsque la demande est atone. La concurrence accrue dans le domaine des télécommunications a entraîné une baisse spectaculaire des prix : en France, l'arrivée d'un quatrième opérateur de téléphonie mobile s'est traduite par une diminution des coûts de 25 % dans ce domaine et par un impact négatif sur l'IPC moyen de 0,3 point en 2012. Des effets désinflationnistes similaires ont été observés dans de nombreux pays de la zone euro dits en difficulté.

Or, au stade actuel, les réformes structurelles sont absolument indispensables en raison du ralentissement de la productivité, et des réformes plus importantes doivent être envisagées

¹⁰ C. Reinhart et K.S. Rogoff. 2010 *Growth in a Time of Debt*. American Economic Review, 100(2) : 573-78; Philip R. Lane 2012 *The European Sovereign Debt Crisis*. Journal of Economic Perspectives, 26(3) : 49-68.

¹¹ S.Gilchrist and B.Mojon, Forthcoming [Credit Risk in the Euro Area](#) The Economic Journal.

¹² V. V. Acharya et S. Sascha, 2015. *The "Greatest" Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks*. Journal of Economic Perspectives, 115(2) : 215 - 236

sur les marchés des biens et services et du travail dans les pays très réglementés¹³. Dans ce cas, il est primordial pour la banque centrale d'ancrer les anticipations d'inflation par un engagement clair à l'égard de son objectif d'inflation. Le Conseil des gouverneurs a annoncé clairement qu'il était disposé à mettre en œuvre toutes les mesures nécessaires dans le cadre de son mandat pour réaliser son objectif, c'est-à-dire une inflation totale proche de, mais inférieure à, 2 % à moyen terme.

Les réformes structurelles peuvent également avoir une incidence négative à court terme sur l'emploi et sur la croissance, en particulier dans un contexte de ralentissement économique¹⁴. À cet égard, la politique monétaire peut apporter un soutien bénéfique à la croissance, tout comme la politique budgétaire.

Les diverses mesures mises en œuvre par le Conseil des gouverneurs depuis 2014 en faveur d'une orientation accommodante de sa politique monétaire ont déjà eu de très bons résultats en termes de soutien à la croissance nominale. Même si l'inflation totale est actuellement négative, elle aurait été beaucoup plus faible (de 80 points de base environ en 2016 d'après les estimations de l'Eurosystème) sans ces interventions. La croissance économique réelle est légèrement plus soutenue et le chômage moins élevé.

Toutefois, il est important de souligner que la politique monétaire a pour rôle d'accompagner les réformes structurelles et non pas de s'y substituer. Une politique de relance monétaire ne peut servir d'excuse pour reporter les réformes structurelles.

En effet, on a parfois l'impression que les banques centrales ont pour unique responsabilité de soutenir la croissance à court terme. Ce n'est pas une position confortable pour nous et ce ne devrait être acceptable pour aucun d'entre vous. L'orientation accommodante de notre politique monétaire a nettement réduit le coût de l'investissement mais son efficacité est légèrement émoussée si les chefs d'entreprise se heurtent à des obstacles structurels et à un manque de réforme sur le plan économique. Cela fait maintenant de nombreuses années que l'OCDE recommande vivement d'accélérer le rythme des réformes structurelles et j'aimerais que davantage de gouvernements l'écoutent.

¹³ C. Teulings et R. Baldwin, 2014. *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures* VoxEU.org eBook, CEPR Press.

¹⁴ M. Cacciatore, R. Duval, G. Fiori et F. Ghironi, 2016. *Market Reforms in the Time of Imbalance*, NBER Working Papers 22128, National Bureau of Economic Research, Inc.; in 't Veld, Jan. 2013. *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*. Economic Papers 506, Commission européenne.

Cependant, la politique monétaire et les réformes structurelles nationales ne peuvent pas être les seules parties à jouer. Il nous faut améliorer le dosage global des politiques économiques. Dans un contexte de politique monétaire accommodante et d'accélération des réformes économiques, nous avons besoin d'une politique budgétaire plus souple et mieux ciblée à l'échelle européenne. On pourrait faire davantage, par exemple, pour accroître l'investissement dans les infrastructures publiques, dans l'éducation et dans l'apprentissage en Europe du Sud. Les dépenses budgétaires pourraient être réorientées vers les programmes de formation à un nouveau métier ou d'autres mesures favorisant le transfert des ressources entre secteurs.

L'un des aspects de nos problèmes actuels est que le taux d'intérêt réel à court terme naturel est trop faible, en raison d'un niveau d'investissement *ex ante* insuffisant par rapport à l'épargne. La BCE a donné une orientation très accommodante à sa politique monétaire, à l'aide d'instruments non conventionnels, pour contribuer à faire baisser le taux nominal effectif. Une meilleure solution à long terme consisterait à faire augmenter le taux d'intérêt réel naturel grâce à un renforcement de la croissance économique et de l'investissement.

Conclusion :

Comme pour de nombreux autres concepts et politiques économiques, la Grande récession nous a amené à réexaminer le rôle joué par les banques centrales dans la croissance à moyen et long terme. Outre la contribution normale qu'elles apportent à la croissance à long terme par leur rôle de gardiens de la stabilité des prix, les banques centrales en période de profonde récession doivent agir contre les effets d'hystérèse de la crise et contre les dommages causés par le dysfonctionnement du secteur financier. Tous les indicateurs, de l'adéquation entre l'offre et la demande sur le marché du travail à la réallocation des ressources entre les entreprises, ont montré la gravité des chocs liés à la Grande récession, justifiant une réaction de grande ampleur et déterminée de la politique économique partout dans le monde.

Dans le cadre de cette réaction de la politique économique à l'échelle mondiale, on peut difficilement affirmer que les banques centrales n'ont pas fait leur part du travail.

Toutefois, dans les circonstances actuelles, chacun doit faire sa part des efforts. S'agissant plus particulièrement de la zone euro, je suis convaincu que nous obtiendrions de bien meilleurs résultats avec la mise en œuvre de politiques budgétaires plus propices à la croissance, notamment dans les États membres disposant d'une marge de manœuvre

budgétaire, et simultanément de réformes structurelles plus ambitieuses, notamment dans les États membres qui n'ont pas de marge de manœuvre budgétaire.

En effet, voilà probablement le reproche le plus subtil que l'on puisse faire à la politique monétaire active que mènent actuellement les banques centrales : est-elle prétexte à l'inaction des autres autorités publiques, en particulier du point de vue des réformes structurelles ? Nous ne pouvons pas, en guise de réponse, arrêter de faire notre travail mais, forts de la légitimité que nous confèrent nos propres actions, nous pouvons inciter fermement les gouvernements à agir davantage. En particulier dans mon propre pays, ici à Paris, les réformes sont nécessaires, comme je l'ai souligné dans ma récente Lettre au Président il y a quelques jours. Mais les réformes sont également possibles. Oui, la France elle aussi, comme nombre de ses voisins européens ayant fait leurs preuves, est « réformable ».

Je vous remercie de votre attention et vous souhaite un excellent dîner.