



Interview de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

BFM BUSINESS

GOOD MORNING BUSINESS

Paris, 30 août 2021

« La BCE doit regarder l'évolution favorable des conditions de financement »

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Il est 08h16, et il s'est passé quand même un évènement très important vendredi en matière de politique monétaire, notamment américaine, à Jackson Hole, virtualisée, mais Jackson Hole quand même, avec le discours de Jérôme POWELL, où ça y est, ça y est, on va faire du tapering aux États-Unis. Et évidemment, qui mieux que François VILLEROY de GALHAU, le gouverneur de la Banque de France, pouvait nous expliquer ce qui est en train de se passer dans la sphère monétaire. Monsieur le Gouverneur, merci d'être avec nous ce matin.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Bonjour Christophe JAKUBYSZYN.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

C'est quoi le tapering, qu'est-ce qui va se passer, qu'est-ce qu'on va restreindre ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Oui, c'est un mot anglais un peu mystérieux. Je crois que le verbe « taper » veut dire originellement fuseler ou affiner, donc c'est un mot assez poétique ; le tapering, de façon moins poétique, c'est la réduction progressive des achats mensuels de la FED, et effectivement, Jay POWELL, a annoncé ce tapering. Il l'a fait avec finesse, c'est l'art du banquier central, mais il l'a fait avec clarté.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Et sans trop effrayer les marchés qui ont plutôt bien réagi, et pourtant, et pourtant le tapering ça veut dire que les Américains vont moins racheter des actifs, des gouvernements de l'État fédéral ou des entreprises.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Ce discours de Jay POWELL est intéressant, j'y ai assisté bien sûr. Il ne dure pas très longtemps...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

20 minutes.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Une vingtaine de minutes, et là-dessus les ¾, on n'en a pas parlé, mais c'est une analyse de la situation économique.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Extrêmement fine.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

...avec des graphiques, c'est un compte-rendu des progrès etc. Au passage, Jackson Hole, j'y ai assisté jusqu'à 11h du soir vendredi, c'est un lieu d'échanges extrêmement vivant, sur la situation économique, avec les économistes. Nous avons l'équivalent pour la Banque centrale européenne, c'est ce qu'on appelle Sintra au Portugal : cette année cela se passera aussi en ligne à la fin septembre. Et que dit Jay POWELL ? Que la politique monétaire, couplée avec la politique budgétaire, a été efficace, pour sortir vite de la crise Covid. C'est vrai aux États-Unis, c'est vrai aussi en Europe. Je ne rentre pas dans le détail des chiffres, mais dans les deux cas nous suivons la même direction, c'est celle d'une reprise franche. Il y a deux différences. La première c'est que l'Europe n'est pas tout à fait dans le même tempo que les États-Unis...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Vous voulez dire que la reprise économique est plus forte aux États-Unis et que l'emploi...

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Elle est plus rapide en tout cas aux États-Unis...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Et que l'emploi se porte mieux.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Les États-Unis ont d'ores et déjà retrouvé leur niveau d'activité pré-Covid : pour la zone euro et pour la France nous attendons cela pour début 2022, peut-être un peu plus tôt. Et puis la deuxième différence, ce qui est très important pour la Banque centrale, c'est la situation de l'inflation. Comme vous le savez, l'inflation c'est notre boussole : nous, Banque centrale européenne, avons un objectif clarifié, c'est 2 % d'inflation en moyenne sur la durée. Le niveau d'inflation n'est pas du tout le même des deux côtés de l'Atlantique. Côté américain, le dernier chiffre sur juillet, c'est 4,2 %, et puis si on enlève l'inflation la plus volatile, l'énergie, les produits alimentaires, ce qu'on appelle l'inflation cœur ou core en anglais, 3,6%. Ce sont les chiffres que POWELL cite...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Donc là au-dessus de l'objectif de moyen-long terme de la Réserve fédérale.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Absolument, toute la question étant de savoir là-dedans ce qui est temporaire et ce qui est durable, mais on va y revenir. Les mêmes chiffres, côté zone euro, cela vaut le coup de les rappeler, parce qu'ils sont très différents et beaucoup plus près de notre cible : c'est 2,2 % en juillet sur l'ensemble de l'inflation, et la même inflation encore, elle, est nettement plus basse, à 0,7. Il va y avoir des poussées temporaires d'inflation, demain seront publiés les chiffres du mois d'août pour la zone euro, et puis les mois suivants, mais nous pensons que ce sont des poussées temporaires, associées à cette forte reprise, aux difficultés d'approvisionnement. Il n'y a pas, pour la zone euro, de risques de dérapage durable de l'inflation.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Ça veut dire que la Banque centrale européenne n'est pas encore prête, pour dire la même chose que la Réserve fédérale, c'est-à-dire : à un moment donné, on va moins racheter d'actifs sur les marchés. Il faut dire que les Américains sont très, enfin, ils ont quand même 120 milliards de dollars d'actifs de rachat tous les mois.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Il y a plusieurs choses dans ce que vous dites. Si je reviens sur la situation européenne, nous avons progressé vers notre cible d'inflation, et c'est une bonne chose. Je vais d'ailleurs vous en donner un autre signe, qui je crois mesure bien l'efficacité de la politique monétaire depuis la crise Covid, depuis mars 2020, c'est quand on regarde les anticipations d'inflation. Alors là on se projette dans 5 ans, elles sont aujourd'hui de la part des marchés en zone euro à 1,7 %, donc voyez on est assez proche...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Donc vous êtes dans les cordes.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

On est assez proche de notre cible de 2, on est encore un peu en dessous. En mars 2020, au moment où arrivait la crise Covid, là il y avait un vrai risque de déflation, parce que les

anticipations d'inflation étaient tombées sous 1 %. Donc, là, vraiment la réaction était bonne. Mais je l'ai dit, nous ne sommes pas dans le même tempo économique, ni du coup dans le même tempo de décisions. Je crois que c'est important de souligner d'abord cette différence : notre programme d'achats exceptionnels, face au Covid, ce qu'on appelle le PEPP en zone euro, fonctionne au moins jusqu'en mars 2022, et donc il n'y a aucune urgence pour nous à décider dans notre réunion de septembre, la semaine prochaine. Nous avons encore une réunion du Conseil des gouverneurs fin octobre et une en décembre. Nous avons plus de temps pour décider. Et puis il y a une autre différence, vous y faisiez allusion, qui est moins souvent notée : c'est que nous n'avons pas le même mécanisme d'achat, dans ces achats anticrise Covid, la Réserve fédérale a des volumes fixes, à 120 milliards de dollars ; la Banque centrale européenne a des volumes mensuels variables, pour préserver les conditions de financement favorables. Je pense que notre mécanisme a plus de sens économique.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Plus de souplesse.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

On va y revenir. Oui, plus de souplesse.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

On en parlait tout à l'heure avec Nicolas DOZE et Jean-Marc DANIEL, est-ce que vous, banquiers centraux, vous n'êtes pas pieds et mains liés maintenant ? Parce qu'au fond vous avez été très généreux avec les États, vous avez racheté leurs dettes, avec les entreprises aussi, et les taux d'intérêt sont très bas, alors vous allez commencer peut-être, en tout cas aux États-Unis, à baisser les programmes de rachats, vous le ferez peut-être dans 6 mois, mais est-ce que vous arriverez un jour à dire aux États les moins vertueux : votre dette on n'en veut plus, parce que vous avez des déficits qui sont trop élevés ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Christophe JAKUBYSZYN, je vais vous répondre très clairement à cette question importante : nous sommes indépendants, et donc...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Oui, mais jamais vous ne prendrez le risque de dire à un État : on ne vous rachète pas votre dette.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Et donc, si je peux expliquer cela, nous avons une boussole, c'est l'inflation, je vous ai donné les chiffres. Nous avons un élément que nous regardons, on va y revenir, à propos des volumes mensuels, ce sont ces conditions de financement favorables. Mais la politique monétaire n'est pas faite pour soutenir la politique budgétaire à un moment, ou pour punir en sens inverse les États. Sur ces volumes mensuels dont on parlait, nous regardons les conditions de financement favorables : il faut souligner d'ailleurs qu'elles sont aujourd'hui plus favorables que lors de notre dernière réunion de juin. Donc nous devons décider des volumes mensuels pour le 4ème trimestre...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Donc les volumes mensuels seront peut-être un peu plus faibles, parce qu'il n'y a pas besoin.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Si l'on regarde ces conditions de financement, les taux nominaux, à 10 ans, ont baissé d'à peu près 0,2 % depuis juin. Pour la France, par exemple, c'est assez important, le taux à 10 ans était en territoire positif au mois de juin, il est revenu en territoire négatif. Mais si on regarde les taux réels, déduction faite de l'inflation, qui ont encore plus de réalité économique, comme les anticipations d'inflation ont monté, les taux réels ont encore plus baissé que les taux nominaux. Donc pour nous ce n'est pas une discussion de tapering, c'est une question de cohérence avec ce principe acté depuis décembre dernier, et qui je crois au passage est plus sophistiqué, plus intelligent si vous me permettez, que le volume fixe américain. Notre discussion devra donc tenir compte de cette amélioration des conditions de financements.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

C'est intéressant ce que vous dites François VILLEROY de GALHAU, vous le dites avec beaucoup de diplomatie, mais vous dites : nous aussi on va sans doute racheter moins, mais ce n'est pas parce qu'on se met une contrainte, c'est parce que les conditions de marché sont meilleures pour les États, donc il y aura moins de... Vous êtes comme Monsieur JOURDAIN, vous allez faire de la prose, sans...

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Non, c'est quelque chose de différent, permettez-moi d'insister là-dessus...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Oui, j'ai compris, mais n'empêche que...

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Là on est dans le programme d'achats anticrise. Quand les conditions de financement deviennent moins favorables, nous achetons plus, c'est ce que nous avons décidé en mars et juin...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Oui, et là vous achetez moins.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

La discussion est à venir, mais ce montant est variable. De ce point de vue, la politique monétaire européenne est un peu plus sophistiquée que la politique monétaire américaine. Mais ce n'est pas une discussion tapering. La discussion sur ce qui se passe pour le PEPP et après le PEPP, ce qu'on appelle la forward guidance, c'est-à-dire l'orientation future sur notre programme d'achat normal, APP, c'est quelque chose probablement d'ici la fin de l'année, mais je ne crois pas pour septembre.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Alors, vous nous avez rassurés sur l'inflation, en disant que sans doute ce qu'on allait voir, les petites poussées seraient sans doute temporaires et seront liées à la conjoncture, est-ce que vous pouvez nous rassurer sur les taux d'intérêt ? Parce que tous les Français se demandent quand les taux d'intérêt vont repartir à la hausse, les Français et les marchés évidemment, parce que le jour où les taux repartent à la hausse, on imagine que ça peut secouer un peu sur les marchés financiers.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Les taux d'intérêt ne sont pas entièrement fixés par la Banque centrale la Banque centrale, elle décide des taux à court terme...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Non mais le taux d'intervention.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

... et puis elle oriente les taux à long terme à travers ses achats. Je crois que les taux resteront favorables. Je ne vais pas vous donner de chiffres, mais il y a un point intéressant aussi dans le discours de Jay POWELL, c'est qu'il a marqué une déconnexion, en tout cas dans le temps, entre deux décisions, la décision sur les achats, et puis plus tard une décision sur les taux d'intérêt, il a même suggéré nettement plus tard. Je crois que cette déconnexion s'applique probablement des deux côtés de l'Atlantique, sans vous donner de chiffre ni de calendrier.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Je reviens à ma question tout à l'heure, si, c'est très habile de la part des banquiers centraux d'avoir réussi à déconnecter les rachats d'un côté, et la hausse des taux de l'autre, parce qu'au fond, si vous parlez autant aujourd'hui des rachats d'actifs, c'est parce que c'est beaucoup plus difficile d'augmenter les taux, dont on ne mesure pas les conséquences que ça pourrait avoir sur l'économie. Au fond est-ce que vous pensez qu'un jour vous aurez la manette pour augmenter les taux à nouveau ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Cela fait partie de la liberté de Banques centrales, même si ce n'est pas une question qui se pose à très court terme.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Mais vous savez qu'on a tellement, il y a tellement de dette, que...

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Je le disais, Jackson Hole, c'est un lieu de débats avec des économistes. Donc si je reviens à la situation économique un instant, ce qui compte pour le niveau de soutien, ce sont les taux réels, c'est-à-dire les taux nominaux moins l'inflation attendue. Si l'inflation attendue augmente et revient vers notre cible, de fait les taux réels deviennent plus favorables, et donc cela peut justifier à terme encore une fois, on n'en est pas là du tout, des taux nominaux un peu plus élevés. Mais nous avons une boussole, c'est l'inflation : pourquoi est-ce cette boussole, c'est que c'est la bonne température de l'économie. Je prends parfois cette image physiologique, pardon car elle est simple, mais le 2 % c'est l'équivalent du 37° pour le corps. Quand on est en dessous de 2 %, c'est que l'économie est un peu en sous-régime, un peu anémiée. Quand on est au-dessus de 2 %, durablement, ce qui est peut-être la situation aux États-Unis, Jay POWELL a été très prudent là-dessus, ce peut être un signe de surchauffe. Ce n'est pas la situation en zone euro.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Encore faut-il bien lire le thermomètre. On a vu dans les minutes de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qu'il y avait des petites divergences entre vous, entre gouverneurs, justement sur quelle lecture on faisait des anticipations d'inflation.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Il y a eu une discussion, mais heureusement ! Christophe JAKUBYSZYN, sinon nous irions à Francfort absolument pour rien. Mais il y a eu une majorité extrêmement large sur cette nouvelle forward guidance, orientation future, sur les taux d'intérêt...

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Mais pas les Allemands.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

... dont je redis une fois de plus que ce n'est pas l'orientation future sur les programmes d'achats, ce sera une discussion à venir dans le Conseil des gouverneurs futurs. Il n'y a pas eu d'unanimité, mais il y a eu une très large majorité : là aussi heureusement que le Conseil des gouverneurs n'est pas obligé de décider à l'unanimité, je crois que c'est même un de ses atouts. La plupart de nos décisions de politique monétaire sont prises à la majorité, et c'est normal. Par contre il y avait eu unanimité sur la nouvelle stratégie de politique monétaire décidée début juillet, avec en particulier la clarification de l'objectif d'inflation, 2 %, symétrique. Cela, c'est un vrai acquis.

CHRISTOPHE JAKUBYSZYN

Merci infiniment François VILLEROY de GALHAU, gouverneur de la Banque de France, tout à fait passionnant, d'avoir décrypté avec vous ce qui s'est passé vendredi à Jackson Hole.