



Discours de François Villeroy de Galhau

Gouverneur de la Banque de France,

**Forum officiel des institutions monétaires et financières (*Official Monetary and
Financial Institutions Forum, OMFIF*)**

Webinaire, 25 Septembre 2020

« LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES AU COEUR DE L'ECOSYSTEME ⁱ »

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr), Déborah Guedj
(deborah.guedj@banque-france.fr)

Bonjour et bienvenue à ce webinaire, organisé conjointement par l'OMFIF et la Banque de France. Quelle meilleure façon de rendre compte de la transformation digitale que d'organiser un événement virtuel. Ces dernières années, on a souvent entendu parler des technologies comme étant « disruptives », mais au cours des 6 derniers mois, les technologies de l'information ont plutôt été une source essentielle de continuité dans un monde fortement perturbé.

La digitalisation est l'un des nombreux facteurs transformant l'activité des banques centrales et cette transformation sera plus largement le thème que j'aborderai ce matin. La revue stratégique de la BCE lancée à juste titre par Christine Lagarde, avec une liste explicite de défis ⁱⁱ, constitue l'opportunité de réfléchir à la façon dont l'Eurosystème doit y répondre.

Les chocs ayant affecté l'économie au cours de la dernière décennie ont été sans précédent, mais avec le recul, de nombreux changements structurels de long terme étaient à l'œuvre et ont causé la situation complexe et instable à laquelle nous sommes confrontés aujourd'hui. Les taux d'intérêt naturels au niveau mondial étaient déjà en baisse depuis le début des années 1980, en raison de la transition démographique et de l'aversion pour le risque dans les principaux marchés émergents. La digitalisation et la mondialisation ont, conjointement, joué dans le sens d'une « *lowflation* ». Les vulnérabilités financières augmentaient également de façon régulière, mais invisible, depuis la « Grande modération ». En effet, il semble qu'un excès de demande se manifeste désormais dans le prix des actifs avant les salaires ou l'inflation, ce qui complique les arbitrages entre stabilité des prix et stabilité financière.

Je ne voudrais toutefois pas omettre de mentionner brièvement les difficultés de court terme que nous devons actuellement surmonter.

Confrontés à cette crise sans précédent de la Covid, nous avons agi avec audace et rapidité, en utilisant tous les outils à notre disposition et en en inventant de nouveaux comme par exemple le PEPP (*pandemic emergency purchase programme*). Ce faisant, nous avons réussi à éviter la fragmentation

et la déflation. Pour autant, l'inflation n'est pas encore remontée au niveau que nous souhaiterions, soit 2 % à moyen terme. N'ayez aucun doute sur notre détermination à agir autant que nécessaire, ni sur notre capacité à agir. Cet automne encore, nous entendons une petite musique sur la possibilité que la BCE se retrouve à court de munitions. Cela s'est révélé complètement faux en mars, et c'est toujours faux aujourd'hui. Si besoin, la BCE dispose d'une grande marge de manœuvre. D'ailleurs, le tirage d'hier de notre opération TLTRO III (174 milliards d'euros) confirme l'attractivité et l'adéquation de cet outil innovant. Nous avons décidé de tenir le cap lors du dernier conseil des gouverneurs en raison de nos prévisions économiques peu changées. Mais faire preuve de constance ne signifie pas avoir les mains liées : nous avons les mains libres pour le futur.

**

J'en viens à présent à la revue stratégique de la BCE, sur laquelle les travaux ont redémarré après le pic de la crise de la Covid. Cet exercice est plus exhaustif que la revue du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) puisqu'il couvrira, entre autres, des changements structurels ; le changement climatique, la stabilité financière et les effets de la digitalisation. L'Eurosystème prendra son temps, comme l'a fait la Fed, pour examiner les différentes alternatives. Ce que les économistes professionnels trouvent théoriquement attrayant peut n'être ni facilement applicable ni aisément compréhensible pour le grand public. Ce que les marchés financiers attendent à court terme n'est pas toujours compatible avec les objectifs économiques à long terme.

Mais permettez-moi aujourd'hui de partager quelques réflexions préliminaires à propos de quatre questions clés :

1. Y a-t-il une si grande différence entre un double mandat et le mandat à deux niveaux de la BCE ?
2. Comment pourrions-nous clarifier l'objectif d'inflation ?
3. Qu'en est-il du « deuxième pilier » de la BCE et existe-t-il un lien avec les objectifs dits « secondaires » ?

4. Enfin, comment pouvons-nous améliorer notre communication vis-à-vis du grand public et des acteurs économiques ?

Mon propos n'est évidemment pas de vous donner des réponses définitives à ces quatre questions mais de mettre en lumière des éléments importants du débat. Les conclusions de la Fed en représentent une part significative, mais il ne faut pas supposer que la BCE se contentera de suivre l'exemple. D'autres contributions – comme l'initiative « La BCE à votre écoute », nos tables rondes avec les universitaires, Sintra ou la revue menée actuellement par la Banque du Canada – sont également importantes et les différences ne sont pas toujours là où on les attend.

1. Y a-t-il une si grande différence entre les mandats ?

Pour la plupart des observateurs, notamment les hommes politiques, c'est le point le plus frappant : la Fed a un double mandat, qui recouvre la stabilité des prix et le plein emploi, et sa revue stratégique a déplacé son attention sur ce dernier. La BCE, quant à elle, a un objectif principal de stabilité des prix, selon les Traités.

Bien sûr, notre devoir est de rester fidèles aux Traités et notre revue stratégique ne s'en écartera pas d'un iota. Permettez-moi toutefois de vous rappeler que notre mandat juridique n'est pas, comme on le pense souvent, un « mandat unique » à proprement parler : c'est plutôt un mandat à deux niveaux qui inclut au moins deux autres objectifs sans préjudice de la stabilité des prix : « apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union », ce qui contribue entre autres objectifs à une « économie sociale de marché, qui tend au plein emploi et au progrès social »ⁱⁱⁱ ; et la « stabilité du système financier »^{iv}

En outre, j'aimerais faire remarquer qu'il y a moins de différence qu'on ne le pense généralement entre un mandat double et un ciblage d'inflation flexible (*flexible inflation targeting*) : notamment les mesures que nous avons prises pour neutraliser les effets de chocs négatifs tels que la crise financière mondiale ou la crise sanitaire ont un effet direct sur la croissance et sur l'emploi. En ce

qui concerne les chocs de demande, les prescriptions de politique monétaire sont identiques. En principe, des conflits apparaissent lorsqu'il y a choc d'offre, mais les banques centrales ciblant l'inflation ont également tendance à ne pas réagir à des chocs d'offre temporaires mais répondent seulement si des signes d'effets de second tour apparaissent.

La BCE prend également acte des estimations du taux de chômage naturel mais reconnaît que ces estimations sont entourées d'une incertitude considérable – comme les estimations de toutes les autres variables dites « naturelles ». La BCE ne resserrerait pas sa politique sur le seul fondement d'un écart de chômage estimé (*unemployment gap*).

2. Comment clarifier l'objectif de stabilité des prix ?

Le principal changement décidé par le FOMC de la Fed est l'introduction d'une stratégie de compensation de l'inflation (*inflation make-up strategy*). Plutôt que d'être exclusivement tourné vers le futur, le FOMC va, ou pourrait, désormais corriger les déficits d'inflation passés. Évoquons ici également les domaines de continuité comme l'a fait Jerome Powell dans son discours du 27 août ^v – et les différences possibles :

- La Fed a confirmé notre stratégie commune de ciblage de l'inflation et elle a conservé 2 % comme objectif numérique. Cette « convergence conceptuelle » demeure la pierre angulaire de l'activité de banque centrale moderne.
- Le ciblage moyen de l'inflation est une tactique flexible, éventuellement temporaire, dans le cadre d'une stratégie plus large visant à maintenir durablement l'inflation à son niveau attendu. Mais surtout, à mon avis, la cible d'inflation doit être perçue comme **flexible**, **symétrique** et de **moyen terme**. Permettez-moi de préciser un peu ces trois exigences.
 - **Flexible** est la plus évidente. Nous ne pouvons pas garantir la réalisation exacte de notre objectif numérique, ni à tout moment, ni immédiatement.

- **Symétrique** signifie que notre objectif numérique est une cible et non un plafond. Par conséquent, nous pourrions être prêts à accepter une inflation supérieure à 2 % pendant un certain temps, sans pour cela procéder mécaniquement à un resserrement de notre orientation monétaire. Parfois les commentateurs attribuent une asymétrie perçue à notre définition actuelle de la stabilité des prix « inférieure à, mais proche de 2 % ». Le Conseil des gouverneurs a fréquemment réaffirmé son engagement en faveur de la symétrie – telle qu'elle figure dans notre Déclaration introductive depuis Mario Draghi. Néanmoins, nous devons examiner si la formulation actuelle sème le doute sur ce point.
- **De moyen terme** signifie que nous devons juger notre performance en matière d'inflation sur une période suffisamment longue. Il ne faut pas oublier ce que Jean-Claude Trichet a souvent souligné comme une performance optimale pendant les premières années de l'euro. « Au cours des 12 années écoulées, le taux moyen de l'inflation annuelle dans la zone euro a été de 1,97 %. Nous sommes parvenus à la stabilité des prix dans la zone euro sur ce qui représente déjà un horizon plutôt long ^{vi} » Comme je l'ai dit à plusieurs reprises ^{vii}, notre objectif de moyen terme doit être considéré de deux manières : il doit être prospectif pour guider les anticipations d'inflation, mais il ne peut pas non plus ignorer le passé. Il ne s'agit pas là d'un ciblage explicite de l'inflation moyenne *ex ante*, mais cela produirait des résultats *ex post* très comparables. Il nous faudra en débattre.
- Nous devons également débattre de la formulation précise de notre objectif d'inflation, à deux égards au moins : la formulation « inférieure à, mais proche de » comme cela a déjà été évoqué et la mesure de l'inflation que nous utilisons. La continuité est un atout mais l'intégration de « propriétaires-occupants » dans l'IPCH est fréquemment, et plutôt à juste titre, suggérée par le grand public. Comme vous le savez, la mesure

de l'inflation privilégiée par la Fed, l'indice des dépenses de consommation personnelles (*Personal Consumption Expenditure*, PCE), intègre ces dépenses.

- Dernier point tout aussi important, notre objectif d'inflation, une fois clarifié, doit également être **crédible**. J'y reviendrai lors de ma quatrième question portant sur la communication.

3. Qu'en est-il du deuxième pilier de la BCE et existe-t-il un lien avec les « objectifs secondaires » ?

Nombreux sont ceux qui pensent que l'histoire du deuxième pilier de l'analyse monétaire de la BCE semble approcher de sa fin. Créé comme le premier pilier en 1999 et apparu à l'époque d'un suivi strict des agrégats monétaires par la Bundesbank – ainsi que par la Banque de France –, il est devenu le deuxième pilier après 2003, passant derrière l'analyse économique des perspectives d'inflation. Et parce qu'il est progressivement tombé en désuétude, nombreux sont ceux qui pensent que nous devrions désormais tirer un trait sur lui lors de notre revue stratégique.

Est-ce si sûr ? N'y a-t-il pas une autre voie possible, plus appropriée, que de le laisser disparaître ? Il y a trois raisons possibles à cela :

- Le deuxième pilier permet de recouper l'analyse de l'inflation.
- Nous pourrions éventuellement décider de porter notre attention sur les **agrégats nominaux**, alors que le premier pilier se focalise par sa nature même sur les prix et les volumes.
- Enfin, cela permettrait de faire référence à certains objectifs « secondaires » de la BCE, notamment la stabilité financière.

Dans nos futures discussions, je pense que nous pourrions étudier deux types d'agrégats :

- **Les agrégats** financiers, du point de vue de la stabilité financière, et éventuellement en examinant de plus près les **actifs** des institutions financières, y compris les non-banques (comme leur offre de crédit au

sens large) plutôt que leurs passifs (dont la monnaie, comme par le passé).

- D'autres **agrégats économiques**, à commencer par le PIB nominal, qui a l'avantage de combiner croissance réelle et prix – deux variables que les statisticiens ont parfois des difficultés à distinguer dans nos mesures. Mais aussi l'emploi et la répartition des revenus, qui répondent aux exigences des traités ainsi qu'aux attentes du public.

Permettez-moi de formuler quelques remarques sur la nature de ces objectifs « secondaires ». Pour parvenir à la **stabilité financière**, dans un monde idéal, nous disposerions d'un ensemble d'outils macroprudentiels qui pourraient maintenir la stabilité financière quelle que soit l'orientation de la politique monétaire. Cependant, en pratique, notre palette d'outils macroprudentiels est relativement limitée. Nous avons besoin d'une stratégie de politique monétaire qui reflète cette réalité. Nous devons dépasser l'ancien débat du « principe de séparation » contre une stratégie consistant à « aller à contre-courant ». Je prône une voie médiane, que nous pourrions qualifier de « coordonnée » ou « intégrée »^{viii}. Nous disposons aujourd'hui de toute une palette d'instruments monétaires non conventionnels et notre objectif devrait être de choisir la juste combinaison qui procure l'orientation monétaire accommodante nécessaire tout en réduisant au maximum les effets secondaires négatifs sur la stabilité financière. Les TLTRO et le mécanisme à deux paliers pour la rémunération des réserves (*tiering system*) que nous utilisons aujourd'hui pour le refinancement des banques de la zone euro constituent deux bons exemples à cet égard.

S'agissant du **changement climatique**, l'insistance de Christine Lagarde^{ix} elle-même est bienvenue et absolument justifiée. À mon sens, la lutte contre le réchauffement climatique est déjà pour nous un impératif dans le cadre de notre mission de stabilité des prix : non seulement les effets du changement climatique auront des répercussions importantes sur l'inflation et la croissance futures, mais ils ont d'ores et déjà une incidence. Nous pourrions mettre en

œuvre nos décisions relatives au climat d'ici trois à cinq ans maximum, ce qui ferait de nous des pionniers parmi les grandes banques centrales.

4. Comment améliorer la communication avec le grand public ?

J'évoquerai enfin la communication. Les banques centrales ont réalisé des avancées considérables en termes de transparence quant à leurs décisions et d'explication du raisonnement qui les sous-tend. Cependant, notre communication s'adresse trop souvent à un groupe restreint de personnes : les médias, les marchés et les économistes. Nous devons mieux faire pour atteindre le grand public. Et cela signifie deux changements de paradigme :

- Il ne s'agit pas seulement d'une question de responsabilité démocratique – aussi essentielle soit-elle –, c'est également fondamental pour notre **efficacité économique**. Des entreprises et des ménages mieux informés prendront également de meilleures décisions, qui seront plus conformes à notre stratégie – je reviendrai sur ce point.
- Deuxièmement, nous devons passer d'un objectif étroit de « transparence » à un objectif plus large de « **clarté** ». Cela signifie se concentrer sur ce qui est entendu plutôt que sur ce qui est dit : nous ne pouvons pas nous contenter de « publier et partir ». Comme le dit Tiff Macklem, mon collègue canadien, « les communications publiques doivent être rédigées en langage clair exempt de jargon. Nous devons parler en tant que serviteurs de l'État et pairs, et non pas en tant qu'oracles délivrant des messages depuis une tour d'ivoire »^x. Une parole efficace implique également une écoute active. Au début de l'année prochaine, en cohérence avec les actions de la BCE, nous allons accueillir un certain nombre d'événements « la Banque de France à votre écoute » dans toutes les régions afin d'entendre ce que les citoyens français et les PME françaises pensent de l'inflation et de la politique monétaire. Nous ajusterons ensuite notre communication en fonction de ce que nous entendrons.

Permettez-moi de présenter les enjeux économiques de cette communication. Notre politique de ciblage de l'objectif d'inflation sera nettement plus efficace si les agents économiques, que ce soient les ménages ou les entreprises, **le comprennent**, y **adhèrent** et y **croient** réellement. Dès lors, elle doit être considérée comme **claire**, **légitime** et **crédible**. J'ai insisté plus tôt sur la clarification (question 2), permettez-moi à présent de conclure avec la légitimité et la crédibilité.

Une des plus grandes difficultés pour une banque centrale ayant un mandat de stabilité des prix consiste à expliquer pourquoi l'objectif d'inflation est positif. Le grand public ne comprend souvent pas pourquoi une banque centrale essaierait délibérément d'accroître l'inflation. Nous devons mieux expliquer que, bien que notre objectif de stabilité des prix soit défini en termes de hausse de l'IPCH, nous visons en fait une hausse moyenne générale de toutes les variables nominales, y compris les salaires et le PIB nominal. Rares sont ceux qui espèrent spontanément une hausse des prix à la consommation, mais la plupart des gens souhaitent une augmentation de leurs revenus nominaux. En outre, les ménages, les entreprises, les institutions financières et les gouvernements concluent des contrats nominaux (négociations salariales, prêts hypothécaires, achat de dette souveraine, etc.) sur la base de l'inflation prévue. Si l'inflation réelle est supérieure ou inférieure à ces anticipations, la richesse et le revenu sont transférés d'un groupe à l'autre. La meilleure façon d'être neutre est d'annoncer un objectif susceptible de guider efficacement les anticipations.

Pour un non-économiste, la stabilité des prix impliquerait un objectif d'inflation nulle. Nous devons toutefois expliquer pourquoi l'objectif d'une inflation nulle n'est pas idéal. Des ajustements des salaires réels peuvent être nécessaires pour préserver la compétitivité et soutenir l'emploi et cet ajustement réel est plus facile à réaliser avec un taux d'inflation positif. Cela est encore plus important dans une union monétaire où des ajustements réels sont nécessaires pour maintenir l'équilibre interne. Le plancher effectif (*effective lower bound, ELB*) sur les taux d'intérêt nominaux serait également atteint plus fréquemment, ce qui

poserait une contrainte sur l'utilisation de la politique monétaire. Mais je reconnais qu'avancer l'argument de l'ELB lors d'un déjeuner dominical en famille, par exemple, est plus facile à dire qu'à faire.

Enfin et surtout, **la crédibilité**. Dans ce domaine, les ménages et les entreprises ont des sentiments contrastés : ils estiment que l'inflation réelle est beaucoup plus élevée que ce qu'affirment les banques centrales et les instituts de statistiques ; et ils doutent que nous parvenions à un taux « proche de 2 % » à l'avenir. La défiance est trop souvent maître du jeu. Là encore, il nous faut écouter et parler. D'abord, écouter les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises : nous ne les mesurons pas correctement aujourd'hui, alors qu'elles sont essentielles à la transmission économique de la politique monétaire, car les ménages et les entreprises sont les véritables acteurs de la fixation des prix et des salaires. En effet, leurs anticipations de prix sont très différentes de celles des marchés financiers sur lesquelles nous avons tendance à nous focaliser.

Écouter, et puis parler : une fois qu'une banque centrale s'est engagée à atteindre un objectif, elle doit utiliser tous les outils disponibles pour y parvenir et expliquer clairement que la transmission de l'impulsion monétaire à l'économie demande un peu de temps. Nous sommes tous convaincus qu'un objectif d'inflation crédible rend plus aisée la stabilisation de l'inflation parce que l'objectif permet d'ancrer les anticipations d'inflation. Convainquons nos concitoyens de notre détermination, « en langage clair » – j'espère que mon intervention d'aujourd'hui contribuera quelque peu à lancer ce débat essentiel que nous devons mener et conclure dans le cadre de notre revue stratégique de la BCE.

Je vous remercie de votre attention.

Références

ⁱ Je remercie tout particulièrement Nathalie Aufauvre, Matthieu Bussière, Olivier Garnier, Ivan Odonnat et Adrian Penalver pour leurs contributions dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.en.html>

https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in200124_1~a226a06d7a.en.html

ⁱⁱⁱ Article 3.3 du Traité sur l'Union européenne.

^{iv} Article 127.5 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

^v <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>

^{vi} à l'académie protestante de Tutzing, Bavière, 13 novembre 2010.

^{vii} https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/societe_deconomie_politique_-_25_mai_2020_-_la_politique_monetaire_face_a_la_crise_du_covid-20200526.pdf

^{viii} https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bdf-pse_2019_09_20_vf_cl.pdf

^{ix} https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200227_1~5eac0ce39a.en.html

^x <https://www.bankofcanada.ca/2020/08/imperative-for-public-engagement/>