



SUERF - Conférence en ligne, 14 octobre 2020

La réponse des banques centrales à la « tragédie à l'horizon »

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

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

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de vous rejoindre aujourd'hui pour cet échange, qui bien que virtuel, sera bien réel par la force des idées exposées. Je remercie Michala Marcussen de me donner l'opportunité d'intervenir sur un sujet aussi dense : la réponse des banques centrales à la « tragédie à l'horizon ».

Face à un choc imprévisible, les huit derniers mois ont conduit l'économie mondiale en territoire inconnu. Toutefois, un danger devient certainement de plus en plus menaçant à l'heure actuelle : notre dépendance durable à la dette publique. Je serai clair sur ce point : face au choc sans précédent de la Covid, un recours massif et ponctuel à un financement par la dette publique était à la fois inévitable et souhaitable. Toutefois, nous sommes entrés dans cette crise avec des niveaux de dette publique qui étaient déjà très élevés dans la plupart des pays, à quelques notables exceptions près. La hausse continue de la dette publique, ainsi que le changement climatique, représentent deux des principaux défis à long terme auxquels nous sommes confrontés aujourd'hui. Dans son célèbre discours de 2015, Mark Carney avait qualifié le changement climatique de « tragédie de l'horizon ». Il voulait dire par là que cette tragédie est inévitable si nous n'agissons pas, mais à un horizon à long terme, avec pour conséquence éventuelle un « biais d'inertie ». La dette publique est de nature légèrement différente : nous ne savons pas si, ni quand, la tragédie – un choc de confiance majeur par exemple – peut se produire. Mais nous savons avec certitude que l'augmentation de la dette publique est un risque croissant qui pèse sur nous, et encore plus sur nos enfants et nos petits-enfants. Parlons plutôt par conséquent de « tragédie à l'horizon » : un horizon mouvant – en effet, personne ne sait précisément où se situe géographiquement l'horizon –, mais elle n'en sera pas moins menaçante. Quelle serait donc notre meilleure réponse à cette tragédie possible qui se profile à l'horizon ? Et que pouvons-nous faire pour l'éviter ? Permettez-moi de présenter plus en détail un triptyque simple : (i) la politique monétaire, (ii) la politique budgétaire et (iii) leurs nouvelles interactions.

I. La politique monétaire et le mandat de la BCE

Pour remédier à cette crise Covid sans précédent, la BCE a agi avec audace et rapidité, en utilisant tous les outils à notre disposition et 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.

Nous avons décidé à juste titre de tenir le cap lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs et je continue de penser aujourd'hui que l'orientation actuelle très accommodante de notre politique monétaire est appropriée. Mais faire preuve de constance ne signifie pas avoir les mains liées : nous avons les mains libres pour le futur et nous serons prêts à prendre de nouvelles mesures si nécessaire.

J'en viens à présent à la revue stratégique de la BCE, dont les travaux ont repris. 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. Mais nous pouvons dès aujourd'hui apporter un éclairage sur trois points essentiels, en particulier après l'excellente conférence « *ECB Watchers* » qui s'est tenue à Francfort le 30 septembre dernier :

1. Un double mandat tel que celui de la Fed et le mandat à deux niveaux de la BCE se ressemblent en fait plus qu'il n'y paraît.
2. Notre objectif d'inflation peut être clarifié davantage.
3. Nous devons nous pencher de nouveau sur le « second pilier » de la BCE et son lien éventuel avec les objectifs dits « secondaires » ?

1/ Notre mandat met clairement la priorité sur la stabilité des prix. Il ne s'agit pas d'un mandat double, mais pas non plus d'un mandat complètement simple : je le qualifierai de mandat à deux niveaux incluant au moins deux autres objectifs sans préjudice de la stabilité des prix : d'une part, « 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 »ⁱ et d'autre part, « garantir la stabilité du système financier »ⁱⁱ.

En outre, j'aimerais faire remarquer qu'il continue d'y avoir moins de différence qu'on ne le pense entre un mandat double et un ciblage d'inflation flexible dans le contexte économique actuel : en particulier, les mesures que nous avons prises pour compenser les effets sur l'inflation des chocs négatifs tels que la crise financière mondiale ou la crise sanitaire ont eu un impact direct sur la croissance et l'emploi.

2/ 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 au niveau attendu. Mais plus important encore, notre objectif d'inflation doit être **symétrique** et de **moyen terme**.

- En ce qui concerne la **symétrie**, je ne peux faire mieux que citer Christine Lagarde dans son grand discours du 30 septembre : « Dans l'environnement actuel d'inflation plus faible [par rapport à 2003 et à notre précédente revue stratégique] (...), pour soutenir les anticipations d'inflation, nous devons veiller à ce que notre objectif soit perçu par le public comme étant symétrique »ⁱⁱⁱ. J'ajoute, personnellement, que nous pourrions par conséquent être disposés à accepter une inflation supérieure à 2 % pendant un certain temps, sans pour cela procéder mécaniquement à un resserrement de notre orientation monétaire.
- **De moyen terme** signifie que nous devons juger notre performance en matière d'inflation sur une période suffisamment longue. Comme je l'ai dit à plusieurs reprises^{iv}, 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.

En étant symétrique et de moyen terme, et ce de manière crédible, notre objectif d'inflation produirait probablement des résultats *ex post* comparables à un ciblage explicite de l'inflation moyenne.

3/ Enfin, nous devons repenser notre « second pilier » – l’analyse monétaire actuelle – notamment à la lumière des préoccupations pour la stabilité financière. Pour ce faire, nous pourrions suivre un ensemble plus large d’agrégats nominaux :

- **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 seulement (dont la monnaie, comme par le passé).
- D’autres **agrégats économiques**, à commencer par la croissance du PIB nominal, qui est une mesure clé pour évaluer la soutenabilité de l’endettement public et privé. Mais aussi l’emploi et la répartition des revenus, qui répondent aux exigences des traités ainsi qu’aux attentes du public.

II. Les trois pierres angulaires du rétablissement de la soutenabilité budgétaire

Bien sûr, nous ne devons pas répéter les erreurs de la dernière crise, et procéder trop rapidement à un resserrement budgétaire. Mais à plus long terme, la discipline budgétaire est également indispensable. Dans le contexte actuel d’augmentation inédite de la dette publique, on pourrait se bercer de tentantes illusions. Nous ne devons pas y céder. Nous ne pouvons pas, par exemple, nous laisser aller à croire que l’annulation de la dette publique détenue par la banque centrale est une solution viable. Pas plus que la version plus édulcorée de cette idée : convertir cette dette en obligations perpétuelles.

Soyons clairs sur ce point : le stock de dette publique, qui a très nettement augmenté, devra être remboursé tôt ou tard... À cet effet, **trois leviers combinés** devront soutenir la nécessaire stratégie de réduction de la dette :

1/ Nous aurons d’abord besoin de **temps** pour éviter de supprimer trop tôt les mesures budgétaires accommodantes et de générer des effets de seuil (cliff effects) comme en 2011-2012. Nous devons recommencer à réduire le ratio

d'endettement **après** le retour de la croissance à son niveau d'avant la crise, probablement vers 2022. Mais la politique budgétaire ne peut pas seulement être contracyclique dans les périodes difficiles ; le même raisonnement doit être appliqué dans les périodes favorables également.

2/ La **croissance** constitue en effet un déterminant clé du financement de la dette héritée de la crise. Cela m'amène au débat lancé en début d'année dernière par O. Blanchard. Premièrement, la meilleure façon de garantir que le différentiel entre le taux d'intérêt et le taux de croissance ($r-g$) demeure négatif – ce qui ne va pas de soi en tout temps, ni en tout lieu – est d'accroître g . Et donc, écoutons le message équilibré d'O. Blanchard : « la dette publique est mauvaise, mais pas catastrophique. Il est possible d'y avoir recours, mais à bon escient. » Malheureusement, la qualité et le contenu des dépenses publiques sont trop souvent l'« angle mort » du débat budgétaire. En août, M. Draghi a patiemment forgé l'expression éloquente de « bonne dette ». Les dépenses doivent être utilisées à des fins productives et pour les jeunes : pour l'éducation et la formation ainsi que pour la recherche, qui ont un effet important sur la croissance à long terme. À l'inverse, les transferts budgétaires ont un multiplicateur nettement plus faible à long terme.

3/ Une **meilleure maîtrise des dépenses publiques** : malheureusement, dans de nombreux pays, y compris celui que je connais le mieux, nous n'avons pas réussi à maîtriser les dépenses. Les dépenses publiques liées à la covid-19 sont clairement le mécanisme d'amortissement dont l'économie a besoin dans les circonstances actuelles. Mais il existe également des dépenses moins justifiées et c'est précisément sur celles-ci que nous devons nous concentrer, car dans plusieurs pays, le rythme des dépenses non liées à la covid semble même s'accélérer plus rapidement qu'avant la crise sanitaire.

Plus généralement, la recette pour réduire la dette dépend de la « particularité propre » de chaque pays : certains doivent avant tout stimuler la croissance de la productivité ; d'autres ont besoin de maîtriser leurs dépenses publiques mais il y a un ingrédient en commun : l'efficacité des réformes. Dans l'urgence à court terme de la crise liée à la covid, n'oublions pas cet impératif de réformes.

III. Comment revisiter l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire ?

Dans le contexte actuel, l'expansion monétaire comme l'expansion budgétaire sont indispensables pour soutenir la demande et l'inflation et pour atténuer les coûts de la crise présente. Toutefois, compte tenu de l'augmentation inédite de la dette publique et des taux extrêmement bas voire négatifs, certains se laissent tenter par les sirènes de la « domination budgétaire » [*fiscal dominance*], une situation dans laquelle la banque centrale **serait tenue de suivre un autre objectif : le financement de la dette publique**. Ce changement de paradigme pourrait compromettre notre indépendance et notre mandat. Au bout du compte, il pourrait entraîner une perte de confiance dans la valeur de la monnaie, comme observé dans le passé.

En revisitant l'interaction entre politiques monétaire et budgétaire, il est nécessaire d'opérer une distinction nette entre les opportunités à court terme, correspondant à la période de la crise actuelle, et les défis à moyen terme, qui apparaîtront lorsque l'économie se sera complètement redressée. En outre, dans la zone euro, le fait d'avoir une seule autorité monétaire et 19 autorités budgétaires nationales crée des défis supplémentaires en l'absence de coordination entre les États membres sur leurs budgets et en l'absence d'une capacité budgétaire permanente pour la zone euro. C'est la raison pour laquelle le partage des risques dans la zone euro ne doit pas reposer seulement sur des mécanismes budgétaires mais également sur les marchés privés grâce à l'achèvement de l'Union des marchés de capitaux.

À court terme, le risque d'une domination budgétaire n'est pas un problème. Aujourd'hui, les objectifs monétaire et budgétaire sont parfaitement alignés et requièrent des politiques expansionnistes sur les deux volets. La politique budgétaire peut accompagner la politique monétaire dans la réalisation de son objectif d'inflation en stimulant la demande. Les entreprises et les ménages sont incités à emprunter dans cet environnement, ce qui leur permet

de tirer pleinement le bénéfice de la relance monétaire. La politique monétaire peut aussi rendre la politique budgétaire plus efficace. L'opinion dominante veut en effet que la politique budgétaire commence à être plus efficace au plancher effectif (*effective lower bound*, ELB) parce que la politique monétaire est moins susceptible de réagir pour neutraliser ses effets. Deux raisons à cela : soit le taux directeur souhaité est suffisamment inférieur au plancher effectif soit la banque centrale s'est engagée à maintenir les taux d'intérêt inchangés dans le cadre de la « *forward guidance* ».

Toutefois, des conflits d'objectifs entre politiques budgétaire et monétaire pourraient apparaître à l'avenir. L'accumulation de dette publique observée actuellement et la forte expansion des bilans des banques centrales accroissent la probabilité de tels conflits. D'une part, d'importantes mesures de relance budgétaire sur une durée trop longue peuvent susciter des inquiétudes quant à la soutenabilité de la dette et, via l'anticipation d'un resserrement budgétaire futur, contrebalancer les effets favorables sur la production et l'inflation. D'autre part, les banques centrales doivent garder le contrôle des risques pris dans leurs bilans pour éviter toute menace sur leur propre indépendance. En effet, ce n'est pas parce que l'inflation est faible actuellement qu'elle le restera toujours. Les banques centrales doivent préserver la solidité de leur bilan grâce à des fonds propres suffisants, afin de garder durablement le contrôle total de leur orientation monétaire.

La question essentielle est alors de savoir comment concilier les avantages d'un renforcement mutuel de la politique monétaire et de la politique budgétaire à court terme avec les défis qui consistent à maintenir l'inflation sous contrôle et la dette publique à des niveaux soutenables sur le long terme. Il n'y a pas de réponse magique à cette question, mais j'essaierai d'esquisser ici quelques principes de base qui constituent à mon avis les ingrédients d'un dosage sain des politiques macroéconomiques :

- 1) **Chaque autorité doit être guidée par son mandat et s'y tenir.** Nous ne devons pas oublier les leçons du passé et les raisons qui ont conduit à la

construction de notre architecture européenne actuelle. Le traité de Maastricht comporte des garde-fous solides contre la « domination budgétaire », avec l'indépendance accordée à la BCE, l'introduction de l'interdiction du financement monétaire et la définition de règles budgétaires. Il s'agit de principes non négociables. L'inflation doit rester sous le contrôle d'une autorité monétaire indépendante tandis que les autorités budgétaires sont chargées de la fourniture des biens publics et de la répartition des revenus, sous réserve de la soutenabilité de la dette. Pour cela, il est nécessaire de préserver la crédibilité du cadre des règles budgétaires. Autrement dit, je ne me précipiterais pas en faveur d'une révision du Pacte de stabilité et de croissance.

- 2) **Les autorités monétaires et budgétaires doivent mutuellement tenir compte des conséquences intertemporelles de leurs actions.** Cela signifie, comme indiqué précédemment, que la banque centrale doit adopter uniquement des mesures susceptibles d'être activées si les tensions inflationnistes ou le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation se matérialisent. Les autorités budgétaires quant à elles doivent veiller à ce que la dette publique converge vers une trajectoire soutenable à long terme, même si les taux d'intérêt reviennent à des niveaux d'équilibre plus élevés à l'avenir. Et elles doivent – je l'espère – améliorer la qualité des expansions budgétaires en favorisant les dépenses qui renforcent la croissance à long terme future. C'est particulièrement vrai actuellement pour les fonds de relance européen et nationaux.
- 3) **Les règles relatives à la sortie des mesures exceptionnelles doivent être claires *ex ante* pour éviter que la situation ne tourne mal à l'avenir.** La sortie des mesures monétaires exceptionnelles doit être entièrement entre les mains de la banque centrale et guidée par son mandat de maintien de la stabilité des prix. Les autorités budgétaires doivent également être crédibles et donner des indications sur leurs actions futures, en s'engageant à resserrer l'orientation budgétaire lorsque l'économie se sera redressée. Elles doivent suivre une politique budgétaire contracyclique plus forte en

période favorable, pour créer la marge de manœuvre nécessaire en période de récession. Ce que Blanchard et Summers^v appellent les « stabilisateurs semi-automatiques » – des stabilisateurs des politiques budgétaires à déclenchement prédéfini – pourrait constituer une piste intéressante à explorer.

Permettez-moi d'ajouter à titre de conclusion que, dans ce contexte, le programme *Next Generation EU* constitue un élément nouveau et innovant du cadre budgétaire européen, qui contribue à un dosage plus sain des politiques économiques. Au-delà des discussions politiques et institutionnelles les plus récentes, qui relèvent du débat démocratique, une mise en œuvre rapide de ce Fonds européen de relance constitue une nécessité économique.

Cette innovation, même si elle revêt encore un caractère exceptionnel, pourrait également livrer des enseignements pour l'Union économique et monétaire, qui depuis le début manque d'une capacité budgétaire permanente au niveau supranational permettant d'assurer une stabilisation macroéconomique lors de crises profondes. Soit nous réussissons à concevoir – enfin – des règles contracycliques crédibles et coordonnées pour les politiques budgétaires nationales, soit nous devrions envisager une capacité budgétaire centrale, réversible dans son utilisation, contrôlable quant à sa taille, mais efficace tout au long du cycle. Ce devrait être un sujet de discussion dans le cadre de la « dynamique européenne » que la crise a amorcée. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Article 3.3 du Traité sur l'Union européenne.

ⁱⁱ Article 127.5 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ⁱⁱⁱ *The monetary policy strategy review: some preliminary considerations*, Discours de Christine Lagarde, Présidente de la BCE, lors de la conférence « *ECB and Its Watchers XXI* », 30 septembre 2020

^{iv} <https://www.banque-france.fr/intervention/societe-deconomie-politique-25-mai-2020-la-politique-monetaire-face-la-crise-du-covid>

^v Cf. Blanchard & Summers (2020), « Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment », AEA Papers and Proceedings, vol. 110, mai.