



Conférence à la Banque nationale d'Autriche

Vienne, 6 octobre 2017

**La politique monétaire de la zone euro dans le contexte de reprise
économique**

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

Contact presse : Clara Martin (01 42 92 98 75 ; 06 74 83 32 38 ; clara.martin@banque-france.fr).

Mesdames et Messieurs,

Je remercie la Banque nationale d'Autriche et mon ami le gouverneur Ewald Nowotny de m'avoir invité aujourd'hui. Il y a un peu plus d'un an, le Conseil des gouverneurs de la BCE tout entier célébrait ici même le 200^e anniversaire de l'Oesterreichische Nationalbank (OeNB). Aujourd'hui, votre pays est à la veille d'élections nationales importantes. À travers l'histoire, Vienne reste un des cœurs de l'Europe, et l'Autriche un pays que nous aimons : je lui dois personnellement d'avoir mieux appris la langue allemande, il y a plus de quarante ans dans un long séjour à Graz en Styrie. Et l'économie autrichienne a de belles performances à l'intérieur de la zone euro : un taux de chômage faible, à 5,6 % seulement en août 2017, contre 9,1 % pour l'ensemble de la zone euro. Vous êtes la preuve, avec d'autres pays, que notre modèle social européen commun est compatible avec le succès économique.

Aujourd'hui, vous m'avez invité à parler de la politique monétaire de la zone euro dans le contexte de reprise économique. La perspective d'une possible normalisation de notre politique monétaire suscite des attentes et parfois des appréhensions infondées. Pour être franc, cette normalisation très progressive a déjà débuté. Je commencerai par souligner les progrès que notre politique monétaire accommodante a déjà permis de réaliser, avant d'aborder les perspectives pour l'avenir et enfin le nécessaire achèvement des instruments non monétaires en Europe.

**

I. Les progrès que nous avons déjà réalisés

La **reprise économique** dans la zone euro est là [slide]. Elle est solide et généralisée à travers les pays et secteurs. Les dernières prévisions de la BCEⁱⁱ le confirment : la croissance devrait s'établir à 2,2 % en zone euro en 2017, soit une révision à la hausse très forte, de 0,3 point, par rapport à

nos prévisions de juin (1,9 %). Cela signifie que pour la deuxième année consécutive, la croissance de la zone euro va être comparable à celle des États-Unis. Et, selon le chiffrage de l'Eurosystème, l'*output gap* sera revenu presque à zéro en fin d'année (– 0,6 %).

La politique monétaire non conventionnelle que nous menons depuis 2014 contribue à cette accélération de la croissance en zone euro, en suscitant des conditions de financement très favorables et en soutenant la demande intérieure. Cette accélération se traduit de façon très concrète par davantage d'emplois – plus de 6 millions créés en zone euro depuis début 2013 – et par un redressement de l'investissement. L'investissement des entreprises en particulier, décisif pour les capacités d'offre, est clairement reparti : + 4,7 % en 2015, + 6 % en 2016, + 4 % en prévision 2017 et 2018 [slide]. Ce regain d'investissement est favorisé notamment par la croissance des prêts au secteur privé, qui se poursuit, à 2,5 % en rythme annuel en août 2017 pour les entreprises et à 2,7 % pour les ménages, et ceci à des taux toujours très bas.

Nous enregistrons également des évolutions favorables en matière d'**inflation**, qui remonte progressivement vers notre cible de 2 % à moyen terme [slide]. Après un pic au début de l'année 2017, l'inflation s'est établie en septembre à 1,5 % en glissement annuel. Ce résultat demeure inférieur à notre cible d'inflation, reflétant en partie les conditions défavorables créées par l'appréciation passée du taux de change. Toutefois, sur l'ensemble de l'année 2017, l'inflation en zone euro, à 1,5 %, devrait être bien supérieure celle de l'année dernière. Pour les années à venir, nous prévoyons 1,2 % d'inflation en 2018 et 1,5 % en 2019 – avec un changement de composition : moins d'inflation « énergie », plus d'inflation sous-jacente. Ceci constitue une première victoire : nos mesures de politique monétaire ont permis d'écarter le risque de la déflation qui menaçait encore la zone euro l'année dernière – n'oublions pas que l'inflation était en recul, à – 0,2 %, en avril 2016.

Cela étant, malgré les progrès vers notre cible, ceux-ci demeurent encore incomplets. L'inflation sous-jacente, hors énergie et produits alimentaires, a

certes progressé – elle est passée de 0,8 % au premier trimestre 2017 à 1,1 % en septembre 2017 – mais elle reste à des niveaux encore modestes, en dépit de la reprise soutenue de l'activité et de l'emploi.

Un facteur notable est la croissance relativement faible des salaires nominaux. Parmi les causes conjoncturelles, je veux en mentionner deux en particulier : premièrement, le sous-emploi qui persiste sur le marché du travail – le taux de chômage a nettement baissé dans la zone euro, à 9,1 % en août 2017, mais il reste encore trop élevé ; deuxièmement, la dimension rétrospective des négociations salariales, qui fait que la faible inflation du passé se répercute dans les salaires d'aujourd'hui. L'influence de ces deux causes devrait cependant s'estomper avec la reprise de la croissance économique et de l'inflation.

Structurellement, de nombreuses étudesⁱⁱⁱ suggèrent que la courbe de Phillips – la relation qui existe entre l'inflation et les fluctuations de l'activité économique ou du chômage – se serait aplatie depuis les années 1980 [slide]. L'inflation réagirait moins aux évolutions de l'activité économique dans les pays avancés, notamment du fait de la mondialisation^{iv}, qui exercerait une pression à la baisse sur l'inflation par la diminution des prix des produits importés et la concurrence des pays à bas salaires. Mais qui dit aplatissement de la courbe de Phillips ne dit pas absence de lien. Nous n'avons donc pas de doute sur la **direction** : la reprise et les créations d'emplois se traduiront par plus de salaires et, *in fine*, plus d'inflation. Nous avons en revanche une interrogation sur le **rythme** de cet ajustement. Nous sommes donc à la fois confiants dans l'efficacité de notre politique monétaire, et prêts à être patients sur la durée de celle-ci.

II. Les perspectives : réduire de façon appropriée les achats d'actifs tout en conservant globalement une orientation significativement accommodante de la politique monétaire

J'en viens maintenant aux implications pour notre politique monétaire. Vous savez tous que le Conseil des gouverneurs de la BCE décidera cet automne de la façon dont il va recalibrer ses instruments de politique monétaire au-delà de la fin de l'année – et, je cite Mario Draghi, « pour l'essentiel ces décisions seront probablement prises en octobre ». Nous sommes aujourd'hui face à une exigence simple, en lien avec notre mandat de maintien de la stabilité des prix, et les progrès vers notre cible d'inflation : nous devons réduire l'intensité de nos achats nets d'actifs tout en conservant globalement une orientation significativement accommodante de notre politique monétaire.

S'agissant de nos **achats d'actifs**, nous devons en réduire l'intensité de manière pragmatique, comme nous l'avons déjà décidé avec succès en décembre 2016. « Pragmatique » car, tout en maintenant les règles actuelles – nous ne devons modifier aucun des paramètres, y compris les limites de détention par émetteur et par émission –, nous pouvons, d'une part, exploiter les marges de flexibilité du programme et nous devons, d'autre part, garder en réserve une capacité d'achat supplémentaire – si nécessaire. Par conséquent, il n'y a aucune raison de redouter la perspective d'une réduction appropriée de nos achats nets, qui serait parfaitement compatible avec le maintien d'une orientation monétaire significativement accommodante.

En effet, **l'assouplissement quantitatif (QE) ne se limite pas aux achats nets d'actifs, et la politique monétaire ne se limite pas à l'assouplissement quantitatif**. Notre politique monétaire s'appuie sur un ensemble d'instruments [slide] : **ce n'est pas un solo, mais un quatuor**. Outre l'assouplissement quantitatif, nous jouons avec les taux d'intérêt directeurs, la *forward guidance* (c'est-à-dire les indications que nous donnons sur la trajectoire future de ces taux) et la fourniture de liquidité aux institutions financières.

1/ Concernant **l'assouplissement quantitatif**, le « QE », la littérature économique montre que l'impact des programmes d'achats d'actifs sur la courbe des rendements et sur les prix des actifs dépend principalement du

stock total d'actifs détenus par la banque centrale (ce que l'on appelle « l'effet stock »), plus que du flux des transactions réalisées sur une période donnée (« l'effet flux ») [slide]. Des études des effets du programme PSPP réalisées à la Banque de France montrent que la détention d'un stock d'obligations représentant 10 % du PIB fait baisser le rendement à dix ans de 45 points de base environ dans la zone euro^v. Ces résultats impliquent que notre programme actuel fait baisser d'environ 100 points de base le rendement des obligations souveraines à dix ans en zone euro. Ces estimations sont du même ordre que les résultats obtenus pour les évaluations des programmes menés aux États-Unis et au Royaume-Uni^{vi}.

Dans tous les cas, l'Eurosystème restera un acquéreur important d'obligations libellées en euros dans les prochaines années, du fait de l'engagement de réinvestissement que nous avons pris en décembre 2015 et qui n'a peut-être pas été suffisamment remarqué : les remboursements des obligations venant à échéance seront intégralement réinvestis, ce qui permettra de maintenir inchangée la taille de nos portefeuilles d'actifs. En outre, l'échéance de ces réinvestissements peut être calibrée, si cela est nécessaire, afin de soutenir la duration que nous extrairons du marché. Cela implique que nous allons continuer à exercer des pressions à la baisse sur la courbe des rendements en maintenant notre stock d'actifs à un niveau élevé sur une période prolongée, et nous pourrions le préciser dans notre communication.

2/ La mesure probablement la moins conventionnelle est l'utilisation de **taux d'intérêt négatifs**. Les taux d'intérêt négatifs ont des limites ; je les ai déjà exposées par le passé^{vii}. Et lors de la réunion du Conseil des gouverneurs à Tallinn en juin dernier, nous avons clarifié ces limites dans notre *forward guidance*, en déclarant que nous n'avons pas l'intention d'abaisser le taux de la facilité de dépôt au-dessous de son niveau actuel de - 0,40 %. Cependant, des taux d'intérêt légèrement négatifs ont des vertus. Premièrement, en supprimant la contrainte du plancher à zéro (*zero lower bound*) pesant sur les anticipations de taux d'intérêt à court terme futurs, ils contribuent à assouplir les conditions financières en abaissant les taux le long de la courbe, ce qui a

un impact positif sur la demande de crédit des entreprises. Deuxièmement, le taux négatif de la facilité de dépôt interagit positivement avec les achats d'actifs. De fait, l'effet de rééquilibrage des portefeuilles induit par l'assouplissement quantitatif est renforcé par le taux négatif de la facilité de dépôt : les banques détenant un excédent de liquidité sont davantage incitées à utiliser leurs réserves. Et nous n'avons pas, pour le moment, constaté d'effets véritablement adverses des taux négatifs sur la rentabilité des banques, y compris grâce au fait, favorable, que la pente de la courbe des rendements est restée positive.

3/ Notre **forward guidance** fournit des informations supplémentaires concernant la trajectoire future de notre politique monétaire ; et grâce au pilotage des anticipations, elle a un impact sur la courbe des rendements. Notre *forward guidance* explicite clairement la séquence : « nous prévoyons que [les taux d'intérêt directeurs de la BCE] resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs ». Il n'y a aucun doute au sein du Conseil des gouverneurs quant à cette séquence. En tous les cas, nous ne devrions pas envisager de relèvement des taux d'intérêt avant d'avoir observé un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

4/ Le quatrième instrument est la fourniture de **liquidité** aux institutions financières. En octobre 2008, nous avons introduit la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions (*fixed-rate full allotment*) pour l'ensemble de nos opérations régulières de refinancement. La durée de cette fourniture de liquidité a ensuite été étendue avec l'introduction des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) d'une durée de trois ans et, ensuite, des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). En septembre 2017, 760 milliards d'euros au total, soit plus de 7 % du PIB de la zone euro, sont encore prêtés aux banques de la zone euro par le biais des TLTRO, ce qui est considérable.

III. Relayer la politique monétaire en Europe

Pour l'avenir, nous pouvons avoir confiance, car notre politique monétaire est efficace et la reprise est solide. Mais notre confiance doit être sans complaisance, car la politique monétaire ne peut pas tout faire : elle doit être relayée par des réformes au niveau national, et par un renforcement de la zone euro. « *Monetary policy cannot be the only game in town* ». Nous le disons depuis longtemps, mais **c'est maintenant qu'il faut agir**.

C'est maintenant, en France, où l'accélération des réformes est une priorité, autour de deux grands axes : d'une part, le rétablissement durable de nos finances publiques, et d'autre part, une ambition de transformation globale, avec un effort conséquent de simplifications sur le marché du travail comme sur celui des biens et services, et un investissement massif dans l'éducation, la formation professionnelle et l'apprentissage. Même s'il faut persévérer dans cette direction, c'est la démarche dans laquelle le nouveau gouvernement semble s'être engagé, avec notamment la réforme du code du travail dès cet été, et l'effort de réduction du déficit public à 2,6 % dans le budget 2018, nettement sous le seuil des 3 % pour la première fois depuis onze ans.

C'est maintenant en Europe, surtout. Nous ne pouvons pas à la fois vouloir éviter la surcharge de la politique monétaire – nos amis allemands ont raison là-dessus – et refuser l'Union économique qui est la condition d'une Union monétaire plus saine. Alors évitons de nous laisser ralentir par les mauvais débats ou les faux procès : il n'est pas question de mettre en place une « Union de transferts », qui ne profiterait qu'à certains pays ; nous ne devons pas non plus nous enliser dans les questions de méthode, entre les partisans de l'intergouvernemental et ceux de la méthode communautaire. Il est urgent aujourd'hui d'avancer sur le fond et de passer à la vitesse supérieure, en mettant en action quatre accélérateurs de l'Union économique :

- **Un accélérateur macro** : le Président français, M. Macron, dans son discours sur l'Europe il y a dix jours, a commencé par la « coordination des politiques économiques ». Dans un discours très commenté, ceci n'a je

crois pas été assez remarqué. À mon sens – et je le dis avec mon indépendance de banquier central – ce que nous devons viser là c'est une vraie stratégie économique collective ; un engagement mutuel entre les États membres de la zone euro, pour davantage de réformes dans les pays où elles sont nécessaires, et davantage de soutien budgétaire dans les pays disposant d'une marge de manœuvre. Cette stratégie collective pourrait être préparée et adoptée dès 2018. Elle pourrait être complétée par la création d'un fonds commun de stabilisation, pour aider par des prêts les États confrontés à un choc asymétrique. Ceci peut faire partie d'un Fonds monétaire européen, si ses missions sont élargies au-delà de l'actuel Mécanisme européen de stabilité.

- **Un accélérateur micro** : il s'agit ici d'une Union de financement pour l'investissement et l'innovation. L'objectif est de mobiliser les 350 milliards d'euros d'excédent d'épargne de la zone euro, notamment en faveur des fonds propres qui sont la clé d'une économie d'innovation, et de mettre en synergie, grâce à un pilotage intégré, le plan Juncker, l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire. Là aussi, les progrès peuvent être rapides.
- **Un accélérateur budgétaire**, dès lors que nous aurons consolidé la confiance mutuelle entre les États et progressé vers davantage de convergence économique : le budget de la zone euro servirait à financer, au bénéfice de **tous** les pays, certains « biens communs européens » dont le numérique, la transition énergétique, la sécurité, la protection face aux migrations.
- **Un accélérateur institutionnel** : c'est d'abord un Ministre des finances de la zone euro, président de l'Eurogroupe et membre de la Commission, appuyé sur un Trésor européen ; mais c'est aussi une formation euro du Parlement, pour assurer la légitimité démocratique des institutions et des décisions.

Ces deux derniers accélérateurs, budgétaire et institutionnel, supposent des changements de Traités, sauf à n'être que très partiels. Cela ne doit pas nous

empêcher de progresser dès à présent sur les deux premiers, pour remettre en marche l'Union économique.

**

Je voudrais conclure mon propos aujourd'hui avec vous en citant Stefan Zweig, l'un des plus grands écrivains autrichiens. Il a écrit de très belles pages à la suite de sa visite à la Banque de France à Paris, en 1932^{viii}. Mais il a surtout rendu hommage à sa ville natale en ces termes : « Le génie de Vienne – génie proprement musical – a toujours été d'harmoniser en soi tous les contrastes ethniques et linguistiques, sa culture est une synthèse de toutes les cultures occidentales, celui qui vivait et travaillait là se sentait libre de toute étroitesse et de tout préjugé. »^{ix} J'admire cet esprit viennois, qui mêle audace et liberté, et qui a été le berceau des plus grands esprits de notre époque contemporaine. Aujourd'hui, alors que l'heure de l'Europe peut revenir à nouveau, je souhaite que cet esprit continue de nous inspirer. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Je remercie P. Andrade, P. Antipa, G. Cette, M. Dujardin, O. Garnier, A. Lojschova, B. Mojon et B. Rudelle pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, septembre 2017.

ⁱⁱⁱ Cf., par exemple, Blanchard (O.), Cerutti (E.) et Summers (L.) (2015) « *Inflation and Activity - Two Explorations and their Monetary Policy Implications* », National Bureau of Economic Research Working Paper n° 21726, novembre.

^{iv} Guilloux-Nefussi (S.) (2016) « *Globalization, Market Structure and Inflation Dynamics* », Working papers 610, Banque de France.

^v Cf., par exemple, Philippe Andrade, Johannes Breckenfelder, Fiorella De Fiore, Peter Karadi et Oreste Tristani (2016) « *The ECB's asset purchase programme - an early assessment* » ECB Working Paper n° 1956 et William Arrata et Benoît Nguyen (2017) « *Price Impact of Bond Supply Shocks: Evidence from the Eurosystem's asset purchase program* » Banque de France Working Paper n° 623.

^{vi} Cf., par exemple, Stefania D'Amico et Thomas B. King (2013) « *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply* » Journal of Financial Economics volume 108, numéro 2, pages 425-448 pour des informations concernant les programmes menés aux États Unis et Joyce *et al.* (2010) au Royaume-Uni.

^{vii} Cf. les discours d'août 2016 (conférence Handelsblatt), septembre 2016 (conférence annuelle du CERS), ou avril 2017 (conférence à l'Université de Columbia).

^{viii} Stefan Zweig, *Visite à la Souterraine (Besuch bei den Milliarden)*, 1932

^{ix} Stefan Zweig, *Le Monde d'Hier, souvenirs d'un Européen*, 1944.