



Forum économique mondial – 19 janvier 2022

**Une montée en température : inflation, changement climatique et
transformation numérique**

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

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Mesdames, Messieurs,

C'est pour moi un grand plaisir d'avoir l'occasion de prononcer quelques remarques lors de cette session virtuelle du Forum économique mondial aujourd'hui. Comme vous l'attendiez peut-être de la part d'un gouverneur de banque centrale, mes remarques porteront tout d'abord sur l'inflation, avec une comparaison des situations en Europe, aux États-Unis et au Japon. J'aborderai ensuite brièvement les deux grandes transformations, écologique et numérique, actuellement à l'œuvre, qui vont façonner notre avenir. D'ailleurs, l'inflation et le changement climatique partagent une caractéristique commune : une montée en température... qui pourrait être le sous-titre de mon discours introductif.

*

I. L'inflation en Europe, aux États-Unis et au Japon

Le fort rebond observé en 2021 est évidemment une excellente nouvelle pour nos économies qui ont souffert à une échelle qui n'avait jamais été connue jusqu'à présent par les générations actuelles. Ces derniers mois, l'inflation s'est accélérée, principalement en raison des tensions sur l'énergie et des pénuries de matières premières et de biens intermédiaires. Son ampleur varie d'un pays à l'autre : en décembre, l'inflation s'élevait à 7,0 % aux États-Unis, un niveau supérieur au taux de 5,0 % enregistré dans la zone euro, et en net contraste avec celui de 0,6 % observé au Japon en novembre.

Cette tendance transatlantique commune appelle une même vigilance de la part des banques centrales, et un changement par rapport à la politique monétaire très accommodante menée à juste titre – et avec succès – en 2020 pour faire face à la crise Covid. Cela étant, je voudrais souligner quelques différences intercontinentales. L'économie américaine a connu une reprise plus rapide et plus forte que celle de la zone euro, notamment grâce à une relance budgétaire massive après la crise Covid. En décembre, l'inflation sous-jacente, qui exclut l'alimentation et l'énergie, était de 5,5 % aux États-Unis et de 2,6 % en Europe, indiquant que la flambée des prix de l'énergie en 2021 n'est pas l'unique explication à cette récente hausse de l'inflation globale. Le marché du travail est

également beaucoup plus tendu aux États-Unis : le taux d'activité demeure inférieur à son niveau d'avant la crise, et le chômage a fortement diminué, s'établissant à 4,2 % en novembre 2021, contre 7,2 % dans la zone euro. Ces différences expliquent le retrait plus rapide de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux États-Unis, où la Fed envisage apparemment trois changements significatifs d'affilée : l'arrêt progressif de ses achats d'actifs (*tapering*), le relèvement des taux d'intérêt et la réduction de la taille de son bilan.

De l'autre côté du spectre, le Japon est peu concerné par la montée de l'inflation. En effet, la croissance en 2021 y a été plus faible qu'en Europe (1,8 % contre 5,2 %), en septembre l'inflation est revenue en territoire positif pour la première fois en un an mais reste très faible, à 0,6 % en novembre ; et l'inflation sous-jacente demeure en territoire négatif, à -0,6 %. Ces chiffres sont actuellement biaisés par la forte baisse des tarifs de téléphonie mobile, mais la Banque du Japon continue de prévoir une hausse de l'indice des prix à la consommation proche de 1,1 % seulement en 2022 et 2023. Il n'y a pas si longtemps, de nombreux commentateurs craignaient une possible « japonisation » de la zone euro. Ils avaient tort et devraient être rassurés aujourd'hui : l'action résolue de la BCE a réussi à prévenir ce risque et nous a évité de tomber dans une impasse dans laquelle les anticipations des agents économiques restent déflationnistes (l'« état d'esprit déflationniste », comme le disent souvent les Japonais).

Ces différences entre les États-Unis, le Japon et la zone euro expliquent les rythmes différents de leurs réactions monétaires. La BCE reste très vigilante en ce qui concerne la dynamique des prix et des salaires et elle ajustera progressivement sa politique monétaire de manière à assurer fermement que l'inflation diminue prochainement puis se stabilise autour de sa cible de 2 % à moyen terme. Pour ce qui nous concerne, nous estimons que cette approche progressive et séquentielle – premièrement la réduction des achats nets d'actifs, deuxièmement le relèvement des taux et enfin la réduction de la taille du bilan – est appropriée. Mais nous conservons toute notre optionalité

s'agissant du rythme de cette séquence et nous nous fonderons avant tout sur les données.

II. Deux grandes transformations sont en cours

La crise Covid et la bosse d'inflation actuelle – aussi sérieuses soient-elles – ne doivent pas nous faire oublier les deux « Grandes Transformations » – écologique et numérique – qu'il nous faudra tous poursuivre sur le long terme. Je viens de citer l'œuvre phare de Karl Polanyi en 1944, mais je devrais également mentionner Joseph Schumpeter, un autre grand économiste du siècle dernier. Ils divergeaient dans leurs prescriptions mais sont tous deux nés en Europe (en Autriche-Hongrie pour être plus précis), puis ont vécu et sont décédés en Amérique du Nord. Nous aurons besoin de leur vision pour réussir les Grandes Transformations de ce 21^e siècle si exigeant.

1/ Le changement climatique s'accélère. Les catastrophes naturelles telles que les sécheresses, les canicules, les tempêtes, etc. ont coûté 250 milliards de dollars en 2021, soit une hausse sensible de 24 % par rapport à 2020 – année qui se situait déjà nettement au-dessus de la moyenne sur 10 ansⁱⁱ. Nous sommes, espérons-le, tous inquiets des retards pris dans la mise en œuvre de l'accord de Paris. La Banque de France a réalisé des simulations à partir des scénarios macrofinanciers élaborés par le NGFS, le Réseau pour le verdissement du système financier : une transition tardive et désordonnée aurait des effets bien plus défavorables, pouvant atteindre 10 % à 20 % du PIB mondial à la fin du siècle (contre 7 % au plus dans le cas d'une transition ordonnée). Au-delà de la COP26, un guidage prospectif des autorités publiques, coordonné au niveau mondial, est dès lors nécessaire pour ancrer des engagements concrets et crédibles, tels que celui pris par l'Union européenne dans son programme « Ajustement à l'objectif 55 ». Et je l'affirme, les politiques de lutte contre le changement climatique doivent impérativement inclure un prix du carbone approprié.

Soyez assurés que les banques centrales feront tout leur possible. La revue de la stratégie de politique monétaire de la BCE, qui s'est achevée l'été dernier

sous l'égide de la présidente Christine Lagarde, prévoit un plan d'action ambitieux d'ici 2024. Mais les banques centrales et, au-delà, les intermédiaires financiers ne peuvent pas se substituer à des politiques publiques adaptées – et parfois difficiles.

La transition verte comporte des risques – notamment pour l'inflation –, mais elle offre également des opportunités économiques et financières, les nouvelles technologies atteignant progressivement leur maturité. Plus tôt nous commençons, plus l'impact économique sera positif (ou moins négatif).

2/ J'en viens à présent à la seconde transformation majeure en cours : la transformation numérique. Dans ce domaine, l'Europe accuse toujours un retard par rapport aux États-Unis et à la Chine. Il est primordial de se maintenir à la frontière technologique afin de tirer profit de l'innovation en termes de productivité et de croissance, dans la mesure où le gagnant remporte souvent toute la mise. Au-delà des retombées économiques, c'est également une question d'autonomie stratégique.

Ces bouleversements se reflètent également dans les sphères monétaire, financière et des paiements – que nous analysons avec attention en tant que banques centrales et superviseurs –, dans lesquelles la numérisation apporte une triple révolution – et c'est loin d'être terminé :

- (i) Premièrement, l'arrivée de **nouveaux acteurs**, issus du monde de la tech – Fintechs et Bigtechs – qui défient les acteurs historiques avec des approches radicalement nouvelles des services financiers et, à l'heure actuelle, une réglementation beaucoup plus légère.
- (ii) Deuxièmement, l'émergence de **nouveaux actifs** : les crypto-actifs venus de l'univers de la blockchain sous la forme de tokens : ils ne seront pas crédibles comme « cryptomonnaie », mais ils pourraient être utilisés comme moyens de règlement – pensez aux stablecoins par exemple.
- (iii) Enfin, l'émergence d'**infrastructures de marché décentralisées** : les nouvelles technologies ont tendance à réduire l'utilisation des systèmes de règlement centralisés éprouvés.

Ces révolutions sont porteuses de perspectives d'efficacité accrue du marché tout en réduisant les coûts et les délais. Mais elles comportent plusieurs risques et pourraient entraîner des effets de concentration importants autour de quelques réseaux privés dominants : ceux-ci « ré-intermédiaieraient » en pratique, mais sans la confiance et la régulation associées à l'architecture de l'édifice monétaire et financier qu'ensemble – acteurs publics et privés – nous avons bâti durant des décennies.

Confrontés à ce défi majeur, nous devons à la fois innover et réguler. Pour certains, l'articulation entre les deux est un « **ou** » exclusif : l'innovation sous forme de monnaie digitale de banque centrale serait une alternative, la seule alternative, au développement incontrôlable de la finance décentralisée. Pour moi, c'est un « **et** » : ces deux volets sont clairement complémentaires pour créer un cadre propice à l'innovation durable ; pour cette raison, l'Union européenne devrait adopter le règlement MiCA sur les cryptoactifs au premier semestre de cette année. Mais le pire serait un « ni, ni » : comme les révolutions vont toujours vite, nous sommes en risque de n'avoir ni innové, ni régulé à temps. Alors, nous aurions manqué à notre mission historique, et mis en péril des siècles de construction de la confiance dans notre monnaie.

*

Pour conclure, nous essayons tous actuellement de faire face à une incertitude élevée. Encore plus qu'en période « normale », nous devons garder les yeux grand ouverts sur les réalités présentes, mais dans le même temps, nous ne devons pas perdre de vue les priorités structurelles au-delà des urgences actuelles. Comme exprimé par l'écrivain français Antoine de Saint Exupéry dans *Le Petit Prince* : « Pour ce qui est de l'avenir, il ne s'agit pas de le prévoir, mais de le rendre possible ». Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Prévisions de l'OCDE, décembre 2021.

ⁱⁱ Estimations de SwissRe, 14 décembre 2021