



**Conférence à la London Business School**

**Londres, 23 novembre 2017**

**Discours de François Villeroy de Galhau,**

**Gouverneur de la Banque de France**

**« Surveiller la stabilité financière  
avec des politiques monétaires actives »**

*Contact pour la presse : Clémence Choutet (33 1 42 97 74.51 ; [clemence.choutet@banque-france.fr](mailto:clemence.choutet@banque-france.fr)).*

Mesdames et Messieurs,

La stabilité des prix et la prévention des déséquilibres financiers sont souvent les deux faces d'une même médaille. En effet, la stabilité des prix et la stabilité financière sont censées être complémentaires et mutuellement bénéfiques. Durant la crise récente de la zone euro, le mécanisme de transmission de la politique monétaire a été entravé par la fragmentation du marché interbancaire, les conditions de financement se détériorant dans les pays en difficulté. La détérioration de l'économie qui a suivi a contribué à une nouvelle aggravation des tensions financières, ce que nous appelons une « boucle de rétroaction négative des sphères réelle et financière ».

Les instances dirigeantes de la zone euro ont apporté une double réponse à cette situation difficile. Premièrement, nous avons adopté une politique monétaire active et lancé des mesures non conventionnelles, notamment le programme d'assouplissement du crédit. Deuxièmement, nous avons créé une Union Bancaire et attribué de nouvelles compétences et de nouvelles missions macroprudentielles tant au niveau européen (la BCE, le CERS) qu'au niveau national. En France, le Haut Conseil de stabilité financière, créé en juillet 2013 est l'autorité française juridiquement habilitée à imposer des mesures macroprudentielles contraignantes.

La reprise économique est en cours : le remède semble donc avoir été efficace. Cependant, notre attention se tourne désormais vers les potentiels effets secondaires de notre traitement. La politique monétaire dans la zone euro maintient les taux d'intérêt nominaux à court terme à des niveaux très bas, et, *via* notre *forward guidance*, ce très bas niveau s'étend également jusqu'au moyen terme. Toutefois, en raison du redressement de l'économie et des progrès réalisés vers notre cible d'inflation, le Conseil des gouverneurs a clairement décidé, le 26 octobre, de poursuivre la normalisation progressive de notre politique monétaire. Nous continuerons dans cette voie, mais les inquiétudes relatives à la stabilité financière pourraient s'intensifier. Il a récemment été avancé que notre politique pourrait entraîner des effets secondaires indésirables en termes de distorsions des prix des actifs ou attiser une quête de rendement qui impliquerait une prise de risque excessive.

La question des effets secondaires de la politique monétaire n'est pas tout à fait nouvelle. La politique monétaire n'est jamais neutre dans la mesure où elle agit sur l'économie réelle *via*

ses effets sur les conditions financières, c'est-à-dire sur le coût actuel et attendu de l'emprunt de liquidité, et ainsi sur les prix des actifs et les primes de risque, même dans des circonstances normales. J'aimerais tout d'abord dire quelques mots sur la rentabilité des banques, qui n'est pas le seul élément de la stabilité financière (1). J'analyserai ensuite le prix des actifs et le cycle financier (2), avant de m'intéresser à la relation entre politique monétaire et politique macroprudentielle du point de vue des décideurs (3). Enfin, j'évoquerai la façon dont nous devrions finaliser les réglementations financières (4).

\*\*

### ***1 – Je commencerai par la rentabilité des banques.***

Il est vrai que la faiblesse des taux d'intérêt peut affecter les marges d'intérêts des banques car elles ne peuvent généralement pas répercuter les taux négatifs sur les déposants. En outre, ces institutions ayant une activité de transformation de maturités, la pente de la courbe des taux comme les niveaux auquel se situent les taux sont importants pour leur rentabilité.

Mais permettez-moi de commenter les principaux effets des réductions de taux d'intérêt depuis 2014. Notre politique monétaire entraîne une hausse des prix des actifs réels et une diminution des coûts du service de la dette. Les entreprises, les ménages et les États endettés peuvent améliorer leurs bilans tout en maintenant une trajectoire de dépenses stable parallèlement à une amélioration des perspectives de croissance. De fait, la reprise actuelle dans la zone euro est synonyme de diminution du chômage (7 millions d'emplois ont été créés depuis 2013), ce qui se traduit par une augmentation du revenu disponible. Ainsi, le risque de défaut supporté par le secteur bancaire s'est nettement réduit. Le très bas niveau des taux d'intérêt a également permis aux banques de bénéficier de refinancements moins onéreux et d'importantes plus-values sur leurs actifs à long terme.

Jusqu'à présent, ces effets semblent avoir contrebalancé la diminution des marges d'intérêt des banques. Dans un récent document de travail de la BCE <sup>1</sup>, Altavilla, Boucinha et Peydró affirment même qu'il n'y a pas de relation causale entre le bas niveau des taux d'intérêt et la diminution des marges bancaires, laquelle s'explique davantage par la détérioration antérieure de la situation macroéconomique que par la politique monétaire active.

Pour une évaluation exhaustive de nos mesures actuelles, il faut non seulement examiner les objectifs visés et les effets secondaires qui ont été observés, mais également les mettre en balance avec ce qui se serait passé sans nos mesures exceptionnelles. Quelle serait la rentabilité de notre système bancaire aujourd'hui si nous n'avions pas éliminé le risque de déflation de 2014-2015 ? Notre paysage bancaire offrirait un spectacle quelque peu désastreux. Dans un environnement déflationniste - et nous avons échappé à ce danger mortel grâce à notre politique monétaire - le coût du service de la dette pour les emprunteurs est plus élevé en termes réels. Les défauts sont plus fréquents et les dettes moins soutenables se traduisent par des *spreads* de crédit plus importants, ce qui accroît encore le risque d'une spirale déflationniste de la dette. Mais la zone euro a échappé à cette situation et si le prix à payer en est une diminution temporaire de la marge d'intérêts des banques, nous pouvons bien accepter de supporter cet inconvénient mineur.

## **2 - Permettez-moi maintenant d'aborder le prix des actifs et le cycle financier.**

À l'échelle de la zone euro, nous considérons que dans l'ensemble, la situation au regard de la stabilité financière est sous contrôle. Les ratios de solvabilité des établissements importants de la zone euro se sont constamment améliorés depuis 2014, pour atteindre 15 % en moyenne au 2<sup>e</sup> trimestre 2017. Le ratio de dette privée a globalement diminué dans la zone euro : de 128 % du PIB en 2011, il est revenu à 122 % aujourd'hui. Les ratios de créances douteuses ont également reculé, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. Je soutiens l'initiative récente du MSU en faveur de règles de provisionnement des nouveaux flux de créances douteuses, en dépit de toutes les critiques. De plus, après plusieurs années de faiblesse des cycles financiers, la plupart des cycles se sont normalisés dans les pays de la zone euro et, dans certains pays, ils se sont même accélérés. C'est le cas pour la France. Faut-il s'en inquiéter ?

En France, les prix d'actifs augmentent actuellement dans un contexte de faible volatilité des marchés. Dans la mesure où une faible volatilité et une liquidité abondante sont susceptibles d'encourager la prise de risque ainsi que la quête de rendement, nous devons être vigilants quant au risque de valorisation inexacte généralisée des actifs financiers, qui pourrait freiner la reprise économique. Voici quelques chiffres : les prix de l'immobilier résidentiel sont redevenus positifs, affichant une croissance annuelle de 2 % en termes réels, et l'activité dans le secteur de l'immobilier commercial reste soutenue. Nous demeurons essentiellement vigilants en ce qui concerne la dette des sociétés non financières, qui a atteint 74,4 % du PIB

contre 61,8 % en 2010. Globalement, la dette privée en France s'élève actuellement à 130,5 % du PIB <sup>ii</sup>.

Sans vouloir vous bombarder de chiffres, la principale difficulté aujourd'hui pour les décideurs de politique économique est d'arriver à distinguer parmi ces chiffres positifs ce qui est une conséquence souhaitable de l'orientation de notre politique monétaire de ce qui signale clairement un risque financier potentiel auquel nous devons remédier.

### ***3- Les décideurs de politique économique peuvent-ils parvenir à une meilleure combinaison de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle ?***

Comme je l'ai déjà dit, la dette privée en pourcentage du PIB a globalement diminué dans la zone euro. Mais dans certains pays, le cycle financier se redresse alors que, dans le même temps, l'inflation augmente lentement, mais reste inférieure à notre objectif.

Déjà avant la crise de 2008, les banquiers centraux étaient fermement convaincus que la stabilité des prix était une condition nécessaire – et pour certains même suffisante – pour garantir la stabilité financière. C'est ce que l'on appelle le « consensus de Jackson Hole ». Après la crise financière, les déséquilibres financiers étaient considérés comme une énorme source de perturbations à laquelle les décideurs devaient remédier, remettant en question la relation entre instruments et objectifs de politique monétaire et financière. Voici deux points de vue opposés sur cette question.

Une première approche, fidèle au « consensus de Jackson Hole », consiste à séparer clairement la stabilité monétaire et la stabilité financière. Conformément à la règle de Tinbergen et au principe d'efficacité de Mundell, respectivement, une politique doit remplir un objectif et chaque instrument de cette politique doit être assigné à l'objectif qu'il est le plus à même de remplir. Ainsi, la politique monétaire ne serait capable ni de réduire les déséquilibres financiers ni de les créer.

À l'opposé, une approche extrême consiste à considérer que les deux politiques sont étroitement imbriquées et que leurs objectifs respectifs pourraient être fusionnés : dans ce cas, la politique monétaire pourrait réduire la prise de risque et cibler les bulles de prix d'actifs.

Je considère que la pleine adhésion au principe de séparation et la combinaison des deux objectifs sont toutes deux des approches trop radicales pour être utilisées à des fins de politiques de stabilité monétaire et financière. La mise en œuvre de politiques non conventionnelles a gommé la frontière entre ces deux objectifs. J'aimerais citer ici mon collègue, le vice-président Vítor Constâncio : « La politique macroprudentielle et la politique monétaire font appel à des instruments différents et visent à atteindre des objectifs différents. Pourtant, elles doivent être coordonnées, ce qui est une tâche non négligeable »<sup>iii</sup>. C'est un point de vue judicieux. Maintenir le cap de la politique monétaire vers son objectif principal de stabilité des prix sans coller aveuglément au principe de séparation peut nous permettre de gérer nos deux objectifs principaux et de renforcer notre crédibilité.

Comme vous le savez probablement, la Banque de France, comme de nombreuses autres banques centrales, a la double mission de maintenir la stabilité des prix et de préserver la stabilité financière depuis 2013. Au titre de sa mission relative à la stabilité financière, le gouverneur de la Banque de France est le seul à avoir le droit et la responsabilité de faire des propositions pour la mise en œuvre des instruments macroprudentiels au Haut Conseil de stabilité financière, l'autorité macroprudentielle française. Je considère ce rôle spécifique attribué au gouverneur de la Banque de France comme une opportunité de rendre plus cohérents les objectifs en matière de stabilité des prix et de stabilité financière.

Premièrement, la politique macroprudentielle complète le cadre de politique monétaire décidé à l'échelle de la zone euro en l'ajustant aux spécificités nationales et en luttant contre les risques pour la stabilité financière propres à chaque pays, tout en maintenant une transmission harmonieuse de la politique monétaire au sein de la zone euro.

Deuxièmement, la politique macroprudentielle peut permettre d'affiner l'impact global de la politique monétaire en veillant à ce que le canal de la prise de risque ne soit pas disproportionné dans certains secteurs/pays spécifiques, afin de prévenir le risque systémique. Permettez-moi de vous donner deux exemples de ce que nous suivons de très

près en France : la hausse des prix de l'immobilier commercial à Paris et l'augmentation de la dette des sociétés.

Cela dit, je ne veux pas laisser entendre qu'il n'existe pas de hiérarchie entre les deux objectifs. Je préconise une forte complémentarité des objectifs, mais pas une fusion. Pour être plus explicite, une stratégie de politique monétaire qui cible les prix des actifs est pour moi une erreur. En tant que banquiers centraux, nous devons éviter de jeter le trouble dans l'esprit des agents économiques ; notre rôle est d'ancrer les anticipations et de garantir la continuité des activités.

#### ***4- Des défis doivent encore être relevés afin de fournir aux autorités la panoplie d'outils nécessaires pour préserver la stabilité financière***

Pour gagner en efficacité, nous devons encore relever un certain nombre de défis pour arriver à un cadre optimal de réglementation macroprudentielle. Premièrement, nous devons achever le cadre réglementaire pour les banques, avec la finalisation de la réforme de Bâle III : je souhaite et espère vivement que nous pourrions bientôt parvenir à un accord équitable et raisonnable. Une révision du cadre macroprudentiel européen est en cours actuellement au niveau de la Commission européenne. En outre, des progrès décisifs doivent être faits afin que les autorités macroprudentielles disposent d'instruments convenablement conçus pour faire face aux risques financiers au-delà du secteur bancaire. Le financement de marché, le secteur bancaire parallèle, les FinTech, les fonds de pension, les innovations financières font tous partie du champ de la politique macroprudentielle dans la mesure où ils sont susceptibles de poser un risque financier à nos économies. Notre prochain problème concerne moins la solvabilité des banques que la liquidité des non-banques.

Il est également de notre devoir d'achever le cadre réglementaire européen avec la finalisation du mécanisme de résolution afin de rendre plus harmonieux le fonctionnement du secteur bancaire – conformément à l'esprit de l'Union Bancaire, en permettant également à l'Union des marchés de capitaux de se développer, dans le cadre de l'approche holistique de « l'Union de financement pour l'investissement et l'innovation » que j'ai proposée.

Enfin, nous devons garantir partout une mise en œuvre cohérente du nouveau cadre réglementaire et éviter tout retour en arrière à l'extérieur de l'Europe. La stabilité financière est un bien commun mondial ; par conséquent, l'arbitrage réglementaire ne doit pas devenir une option.

\*\*

Permettez-moi maintenant de conclure. La crédibilité des banquiers centraux repose aujourd'hui sur leur capacité à reconnaître la relative perméabilité entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle, en particulier dans un contexte qui pourrait associer un cycle financier haussier à une faible inflation. Cela nécessite une action cohérente de la part des banques centrales, qui couvre les deux domaines : la stabilité des prix et la stabilité financière. En nous éloignant d'un principe de séparation excessivement strict, essayons d'être des banquiers centraux complets et cohérents, avec un rôle actif dans la politique monétaire ainsi que dans les politiques macroprudentielles.

---

<sup>i</sup> Altavilla (C.), Boucinha (M.), Peydro (J.L.), 2017, « *Monetary Policy and Bank Profitability in a Low Interest Rate Environment* », *ECB Working paper series* n° 2105, octobre 2017.

<sup>ii</sup> Ratio de la dette des agents non financiers rapportée au PIB, premier trimestre 2017. Source : calculs d'Eurostat, de la Réserve fédérale et de la Banque de France.

<sup>iii</sup> « *The future of finance and the outlook for regulation* », remarques de Vítor Constâncio, Vice-Président de la BCE, à l'occasion de la conférence *Financial Regulatory Outlook Conference* organisée par le Centre for International Governance Innovation and Oliver Wyman, Rome, 9 novembre 2017.