



François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

Discours de bienvenue au Symposium

TAUX D'INTÉRÊT ULTRA-BAS ET DÉFIS POUR LES BANQUES CENTRALES

12 janvier 2016

Bienvenue à Paris et à la Banque de France ... Je m'exprimerai maintenant en anglais pour vous accueillir tous dans ce nouveau centre de conférences créé par vous, mon cher Christian. Quel meilleur moyen de vous dire au revoir après douze années passées comme gouverneur de la Banque de France (BDF) et six années à la présidence de la Banque des règlements internationaux (BRI) ? Et quel meilleur moyen pour moi d'accueillir, en tant que nouvel arrivé, cette communauté unique d'acteurs, d'universitaires et d'observateurs qui contribuent sincèrement ensemble à une meilleure compréhension de la politique monétaire et de la stabilité financière ?

Pour citer quelques chiffres, quelque 200 personnalités importantes sont réunies ici, représentant plus de 80 banques centrales, gouvernements et organisations internationales, ainsi qu'une cinquantaine d'universités, de *think tanks* et d'institutions financières. Ce n'est pas une surprise, puisque Christian aimait tous vous rencontrer lors de rencontres internationales et de conférences de recherche.

Le titre de ce symposium, choisi conjointement par la BDF et la BRI, a trait à la persistance de taux d'intérêt très bas au cours des sept dernières années dans les économies avancées et, par contagion, dans le reste du monde. Même aux États-Unis après la récente remontée des taux engagée par la FED, les taux d'intérêt demeurent encore historiquement faibles et le cycle de resserrement monétaire a été annoncé comme devant être « progressif ».

Pourquoi les taux ultra-bas doivent-ils être une source de préoccupation pour les banquiers centraux ? Pour de nombreuses raisons, et notamment parce que ces taux ultra-bas peuvent engendrer une mauvaise allocation des ressources ou des bulles et parce qu'ils vont actuellement de pair avec une inflation

durablement trop basse : on parle de « basse-flation », devrait-on même dire « zéro-flation » ? Cette « basse-flation » est particulièrement préoccupante au regard des coûts associés aux rigidités et distorsions des prix ou des salaires ainsi qu'au risque d'entrée en déflation.

Mon rôle de « premier orateur » consiste modestement à mettre l'accent sur les quelques énigmes et défis auxquels nous sommes confrontés. Vous disposerez de la journée entière pour y apporter les meilleures réponses. **Pour commencer, je m'attacherai à présenter la situation actuelle en proposant deux énigmes, et j'évoquerai ensuite ce que la politique monétaire doit ou peut faire, en évoquant quatre défis.**

I. Quelle est la situation actuelle? *Et tout d'abord, qu'entend-on par « ultra-bas »?*

Beaucoup de variables importantes pour les banques centrales se situent à des niveaux historiquement bas ou ultra-bas, notamment dans les économies avancées : premièrement, l'inflation, qu'elle soit globale ou sous-jacente, réalisée ou attendue; deuxièmement, les taux d'intérêt sur les actifs sûrs, qu'ils soient à court ou à long terme, nominaux ou réels, *ex post* ou *ex ante*; troisièmement, les primes de terme malgré les incertitudes liées aux mesures. La nouveauté est que simultanément toutes ces variables ont diminué et se situent désormais à un niveau bas.

Les *spreads* et la volatilité ont également été plus faibles sur de plus longues périodes, malgré une certaine discrimination pratiquée par les marchés entre les agents et entre les économies émergentes (EME) et malgré des pics périodiques de volatilité, plus fréquemment observés ces derniers temps.

Ensuite, pourquoi l'inflation ou les taux d'intérêt sont-ils si faibles et les politiques en sont-elles impactées ?

Première énigme : l'inflation reste faible dans des pays où le chômage est proche du taux de chômage naturel (ou « NAIRU »), comme aux États-Unis, ou dans des pays où l'écart de production a été considérablement réduit, comme en Allemagne ; cela peut refléter une pente moins prononcée de la courbe de Phillips. Cependant, différentes études du FMI ou de la BDF montrent que, même si les pentes ont eu tendance à s'aplatir depuis le début des années quatre-vingt-dix, il n'y a pas eu de modification sensible au cours des dernières années.

Il existe deux explications possibles. L'explication la plus favorable suppose que des chocs désinflationnistes transitoires, liés par exemple aux prix des matières premières, déplacent temporairement la courbe de Phillips vers le bas. Selon la seconde explication, plus inquiétante, il pourrait s'agir d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, qui menacerait l'objectif de stabilité des prix ; cette perte d'ancrage est suggérée par la surprenante corrélation actuelle entre les prix du pétrole au comptant et les anticipations du marché fondées sur les *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans. Les interprétations peuvent différer et nourrir de sains débats sur les politiques à mener.

En ce qui concerne le bas niveau des taux directeurs ou des taux de marché, il est essentiellement perçu comme reflétant des taux d'intérêt d'équilibre, ou dits « neutres », plus bas. Cela nous amène à **la seconde énigme : ce taux d'intérêt neutre plus faible résulte-t-il de facteurs conjoncturels ou structurels ?**

D'une part, ces facteurs peuvent être **conjoncturels (ou essentiellement induits par la demande)** ; en effet, nous constatons actuellement une faible croissance de la demande mondiale et du commerce international. Après une crise financière, les facteurs conjoncturels peuvent persister pendant une longue période, avec le désendettement d'agents et la réduction des dépenses qu'elle entraîne, par exemple. Dans ce cas, les politiques de demande agrégée, y compris la politique monétaire, ont un rôle important à jouer.

D'autre part, ces facteurs peuvent être **structurels (ou essentiellement induits par l'offre)** : par exemple, liés à des gains de productivité plus faible, à des inégalités plus grandes ou au vieillissement des populations, qui entraîne une hausse du taux d'épargne. Parmi les autres suspects habituels qui seraient à l'origine d'une stagnation séculaire, on trouve la mondialisation, qui accroît la concurrence prix/salaires, ou l'excès d'épargne (*savings glut*). Et ce dernier peut être involontairement aggravé par les réglementations sur la liquidité susceptibles d'augmenter en permanence la demande d'actifs liquides sûrs, entraînant ainsi à la baisse les taux sans risque. Dans ce cas, le taux neutre est peut-être devenu si négatif que la politique monétaire à elle seule risque de ne pas suffire pour augmenter l'inflation.

Il n'est pas encore possible de trancher mais dans un tel contexte d'incertitude, les mandats des banques centrales les poussent à éviter les risques dits du « premier type », liés à l'inaction, plutôt que ceux dits du « second type », liés à une proactivité ; en d'autres termes, mieux vaut être prêt à en faire trop plutôt que trop peu. En outre, il est possible que la baisse de l'offre découle d'une baisse persistante de la demande, avec par exemple une certaine hystérèse entraînant une déqualification des chômeurs et donc une hausse du chômage structurel.

II. Examinons maintenant ce que la politique monétaire doit ou peut faire

Je souhaite ici évoquer **quatre défis** :

Premier défi : si les facteurs en jeu sont mondiaux, que peuvent faire les politiques domestiques?

Les banques centrales ont des mandats domestiques, alors que la persistance de la « basse-flation » et des taux bas suggère que certains facteurs communs ou extérieurs peuvent être à l'œuvre. Cette situation est particulièrement problématique pour les plus petites économies ouvertes. Et l'existence d'un « cycle financier mondial » à la Rey souligne les limites de la flexibilité des changes pour protéger ces économies.

Les politiques ultra-accommodantes mises en œuvre dans les économies avancées ont incontestablement eu des effets de contagion sur les EME, y compris la réduction souvent oubliée (mais bienvenue) des *spreads* dans ces dernières, comme montré par le FMI. Néanmoins, la formulation et l'orientation des politiques dans un pays peuvent tenir compte des effets de rétroaction venant d'autres pays. Et il va sans

dire que la situation mondiale aurait été encore pire si les économies avancées étaient entrées en déflation.

Outre la constitution et l'utilisation de réserves de change, les politiques nationales doivent donc contribuer à rendre l'économie domestique réelle et son système financier plus résistants aux chocs extérieurs. À cet égard, la politique prudentielle visant à mettre en place des coussins ou à protéger les institutions financières peut compléter la politique monétaire, à condition que ces mesures ne masquent pas une forme de protectionnisme ou une tentative de déglobalisation.

Deuxième défi : que doivent être la cible d'inflation et son horizon?

Certains économistes ont appelé à ajuster **la cible d'inflation**, mais dans des directions opposées : certains ont plaidé pour une cible plus élevée afin d'éviter de tester souvent la limite à zéro des taux d'intérêt ; d'autres ont plaidé pour une cible plus basse, estimant que la « *basse-flation* » constitue la nouvelle situation normale. Dans les deux cas, des changements hâtifs risquent seulement d'affecter la crédibilité des banques centrales et le canal des anticipations de la politique monétaire.

L'horizon de la cible nous laisse plus de flexibilité. Cet horizon est de moyen terme et ne doit pas être confondu avec l'horizon à trois ans des prévisions publiées par la BCE par exemple, lequel peut être plus court que celui permettant d'atteindre la cible. En fait, ce qui importe est de s'inscrire sur une trajectoire cohérente avec ce mandat de moyen terme. La politique consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) et l'annonce que les taux seront « plus bas sur une période plus longue » devraient rassurer quant à la détermination de la banque centrale de faire « tout ce qui est nécessaire » pour remplir sa mission dans le cadre de ce mandat.

Il est vrai que l'incertitude quant aux causes de la « *basse-flation* » et des taux d'intérêt bas entraîne celle du niveau du taux neutre et donc du besoin de politique accommodante ; plus notre environnement est incertain, plus il est important et utile que nous soyons clairs et prévisibles afin de réduire cette incertitude. Selon les simulations effectuées au sein de l'Eurosystème et de la BDF, annoncer clairement que l'orientation future restera accommodante pendant de nombreuses années améliore l'efficacité de l'assouplissement quantitatif (QE).

Troisième défi : quelle peut être l'efficacité des mesures monétaires non conventionnelles?

Nous observons que zéro n'est pas le plancher effectif des taux d'intérêt. Le passage à des taux négatifs a nettement abaissé et aplati la courbe des rendements en zone euro, où le financement à long terme est particulièrement important. Et jusqu'à présent les arbitrages en faveur des billets sont également restés négligeables. Cependant, il existe des limites à ne pas dépasser. La baisse des taux directeurs doit donc être combinée à d'autres mesures non conventionnelles.

En résumé, les BC ont beaucoup innové, à la fois en termes de taux et de quantités. Nous savions que les BC pouvaient faire beaucoup et elles ont effectivement fait beaucoup, même si elles ne peuvent pas tout faire.

Dans les grandes économies avancées, l'évaluation précise de l'effet macroéconomique des achats massifs d'actifs fait encore débat ; mais, pour résumer l'analyse partagée au sein de l'Eurosystème et une déclaration récente de Mario Draghi, nos achats augmenteront l'inflation d'au moins un demi-point en 2016 et contribueront à la croissance dans des proportions presque semblables. En ce qui concerne les États-Unis, le programme dit QE2, lancé fin 2010, est le plus proche de notre programme d'assouplissement quantitatif. Compte tenu de son montant, inférieur d'environ la moitié au montant du notre, il a exercé un impact plus ou moins comparable, même si les estimations publiées présentent quelques différences.

Quatrième défi : comment traiter le risque d'une sortie mal gérée de la limite à zéro des taux et l'instabilité financière ?

Rester à des niveaux trop bas pendant trop longtemps serait contreproductif: les marges ultra-faibles peuvent décourager l'intermédiation financière et les crédits à l'économie réelle, tandis que l'addiction à la *forward guidance* peut réduire au silence les avis contraires et entraver l'information des marchés sur les fondamentaux. Néanmoins, la sortie peut être semée d'embûches et, donc, être reportée ou même avortée. Pire encore, comme le souligne régulièrement la BRI, garder des niveaux trop bas pendant trop longtemps risque d'alimenter la prochaine crise financière puisque l'addiction à la liquidité et la prise de risque excessive finissent par entraîner des bulles et l'instabilité financière, alors que la politique macroprudentielle risque d'être trop lente pour être utile.

Même si les politiques monétaire et macroprudentielle sont deux instruments distincts servant deux objectifs eux aussi distincts, elles s'influencent mutuellement ; mais il est difficile d'intégrer l'une tout en formulant l'autre (par exemple, d'intégrer un « écart de production soutenable à la Borio » (BRI) dans une règle monétaire), dans la mesure où les cycles d'activité et les cycles financiers ne coïncident pas souvent.

Par ailleurs, une **sortie intervenant à un mauvais moment ou son anticipation prématurée** peuvent également mettre en danger certaines institutions financières, en fonction de leur risque de transformation. Toutefois, comme les grandes banques centrales ne sortiront pas toutes simultanément, cet effet devrait être atténué. Et donc ce qui est parfois décrit comme la « grande divergence » entre les politiques monétaires est sans doute au contraire, à mes yeux, une « grande sagesse » : nos cycles domestiques sont différents et nos stratégies de sorties seront étalées dans le temps. Ce temps est à l'évidence plus lointain pour la zone euro. Mais, nous devons tous, le moment venu, être aussi innovants, aussi prêts à apprendre les uns des autres, aussi décisifs dans l'action quand nous sortirons que nous l'avons été en entrant en territoire non conventionnel.

Pour des raisons de temps, je ne m'étendrai pas sur la question de savoir si des taux ultra-bas altèrent les canaux de transmission monétaire ni sur leurs interactions avec la stabilité financière. Comme je l'ai déjà

dit, nous avons toute la journée pour débattre de ces questions complexes grâce à nos intervenants qui sont non seulement éminents, mais également ouverts et humbles ; j'ai noté et apprécié ces qualités dans leurs récentes interventions explorant les nouveaux territoires où nous sommes.

Permettez-moi de conclure plutôt sur les limites du champ d'action des banques centrales. De fait, je préfère souligner que les banques centrales ne peuvent pas être considérées comme le seul acteur possible et, plus précisément, que les politiques monétaire et macroprudentielle ne sont pas conduites dans le vide. Les problèmes structurels exigent des réponses structurelles. En particulier, seules des réformes structurelles peuvent augmenter la croissance potentielle ; les politiques de la demande agrégée ne peuvent pas en fournir de substitut. Ce qu'elles peuvent faire (et c'est précieux) est de permettre de mieux gérer le temps.

À cet égard, je pense que mon temps de parole touche à sa fin et je demande à Christian de nous faire bénéficier de son expérience et de sa sagesse.

Courte bibliographie:

- R. Baldwin, C. Teulings, 2014: "Secular stagnation : facts, causes and cures", CEPR Press ; en particulier, Chapitre 8 par O.Blanchard et al., Chapitre 9 par R.Caballero et E.Farhi, et Chapitre 11 par R.Koo.
- Rapport annuel de la BRI, 2014: "Dettes et cycle financier" (Chapitre IV).
- O. Blanchard, E. Cerutti, et L. Summers, 2015: "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications" IMF working paper n°15/230.
- N. Chatelais, A. D. Gaye, et Y. Kalantzis, mai 2015: "Inflation basse en zone euro : rôle des prix d'importations et de l'atonie économique. Rue de la Banque n° 6, Banque de France (qui ne montre aucune variation sensible de la pente des courbes de Phillips dans la zone euro et en France au cours des dix dernières années).
- M. Draghi, Economic Club of New York, Dec. 4, 2015, sur la base de travaux d'un groupe de travail de l'Eurosystème auquel participaient des experts de la BDF : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151204.en.html>
- E.Engen, T. Laubach, et D. Reifschneider, 2015: "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," Finance and Economic Discussion Series 2015-005. Board of Governors of the Federal Reserve System (and references therein)
- S. Guilloux-Nefussi, mars 2015: "Globalization, Market Structure and the Flattening of the Phillips Curve." Banque de France Document de travail n°539, (proposant un modèle théorique expliquant un aplatissement possible de la courbe de Phillips depuis les années quatre-vingt-dix).
- IMF Global Financial Stability Report, April 2013 (Chapter I).
- H. Rey, Nov. 2014: "Monetary Policy and the Global Financial Cycle" BDF International Symposium on "Central Banking: The Way forward" and Jackson Hole Symposium Proceedings, Sept. 2013.