

Mesdames et messieurs,

C'est un plaisir pour moi de participer à cette conférence. Je souhaiterais remercier les organisateurs de m'avoir invité à partager quelques considérations sur le thème « **Défis actuels et nouveaux pour la politique monétaire** ».

Dans mon exposé, je ne me limiterai pas aux enjeux actuels – et ils sont très nombreux. J'aborderai également certains des nouveaux défis que la politique monétaire devra relever dans un proche avenir et concernant lesquels davantage de réflexions, de recherches et de débats sont nécessaires.

PP 2



## Défis actuels et réaction de la BCE



2

### 1. LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE ACTUELLE, LES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME ET L'ÉVALUATION DES RISQUES

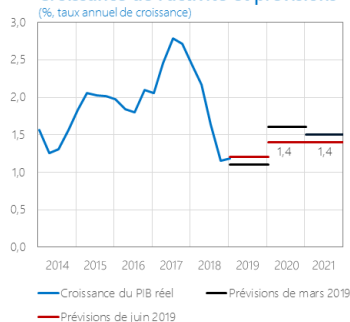
Mais je souhaiterais d'abord me concentrer sur les défis que présente la situation macroéconomique actuelle pour la politique monétaire dans la zone euro.

PP 3

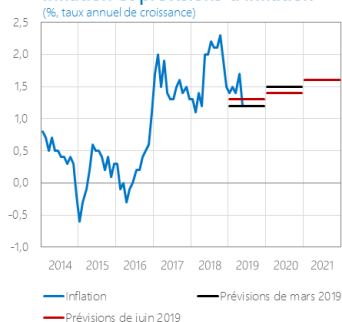


### Décélération de la croissance et ralentissement des progrès vers l'objectif d'inflation dans la zone euro

Croissance de l'activité et prévisions  
(% ,taux annuel de croissance)



Inflation et prévisions d'inflation  
(% ,taux annuel de croissance)



Source: BCE

3

Comme vous le savez, la zone euro a traversé deux crises – la crise financière mondiale en 2008 et la crise de la dette souveraine vers 2012 – mais elle a affiché une croissance positive ces six dernières années. Il ne fait aucun doute que l'économie a bénéficié d'une reprise robuste, en partie grâce à nos mesures de politique monétaire de soutien.

Le taux de croissance pour le premier trimestre de 2019 s'est avéré plus élevé que prévu, et il a été soutenu par une demande intérieure vigoureuse, en particulier par la consommation. Le secteur des services, à forte intensité de main-d'œuvre et de loin le secteur le plus important de l'économie de la zone euro, continue de progresser lui aussi. Dans un contexte de bonne tenue de l'économie intérieure, le taux de chômage poursuit son recul : en avril, il s'est établi à 7,6 %, soit son niveau le plus bas depuis août 2008, c'est-à-dire depuis les premières étapes de la crise. Dans ce marché du travail plus tendu, les salaires continuent d'augmenter. Sur le plan de l'emploi, nous nous trouvons ainsi actuellement dans une situation meilleure que nous ne l'avons jamais été ces dix dernières années.

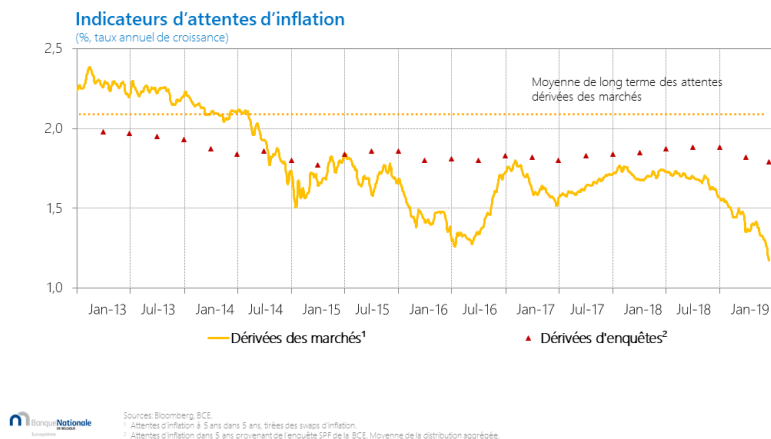
En dépit de ces évolutions positives, plusieurs motifs de préoccupation subsistent. La **croissance économique s'est ralentie** depuis la fin de 2017. Si on pouvait s'attendre à un certain tassement après une période d'expansion assez longue, des indicateurs économiques ont envoyé des signaux préoccupants depuis 2018. Ceci se reflète également dans les dernières projections macroéconomiques de l'Eurosystème, qui montrent un fléchissement de la reprise pour 2019 et les années suivantes. De plus, ces projections sont assorties de risques qui pourraient affaiblir encore davantage l'activité économique. Nous sommes confrontés à des incertitudes importantes liées à la menace continue du protectionnisme, ainsi qu'à des incertitudes géopolitiques plus vastes. Leur persistance pèse déjà sur l'économie de la zone euro, et sur le secteur manufacturier en particulier. Cette situation pourrait conduire à la paralysie des investissements et au recul du commerce mondial.

Pour une banque centrale dont l'objectif principal est de garantir la stabilité des prix, **le comportement de l'inflation** est très important. Et ici aussi, il y a des raisons de s'inquiéter. Le risque de déflation a disparu après le lancement en 2015 du programme d'achats d'actifs, mais l'inflation de la zone euro reste faible malgré la reprise économique : l'inflation totale est tombée à 1,2 % en mai. Ce niveau est toujours trop bas par rapport à notre définition de la stabilité des prix – c'est-à-dire un niveau inférieur à, *mais proche de 2 %* à moyen terme. Si l'on exclut les composantes plus volatiles de l'indicateur global (à savoir les produits alimentaires et l'énergie), l'inflation a oscillé autour de 1 % durant la majeure partie des six dernières années.

Ces évolutions sont quelque peu **difficiles à interpréter**. Comme je l'ai mentionné, la décélération de la croissance et la persistance des incertitudes peuvent expliquer, dans une certaine mesure, des taux d'inflation légèrement moindres qu'attendu. Néanmoins, la faiblesse économique récente semble insuffisante pour justifier la mesure dans laquelle et la durée pendant laquelle l'inflation reste déconnectée de notre objectif, au vu de la reprise vigoureuse et du marché de l'emploi dynamique dont la zone euro a bénéficié ces dernières années.

Lorsqu'on réfléchit à l'inflation, généralement dans le cadre d'une courbe de Phillips, il convient de ne pas uniquement tenir compte de la situation conjoncturelle de l'économie. Le niveau tendanciel de l'inflation – où se situerait cette dernière à l'horizon où tous les chocs se sont dissipés – est, lui aussi, important. L'absence d'inflation en dépit d'une longue reprise pourrait vouloir dire que celui-ci a baissé. Cela pourrait s'expliquer par le fait qu'une très longue période de faible – trop faible – inflation peut avoir contaminé les anticipations du grand public à cet égard : les marchés financiers, mais également les entreprises et les travailleurs, qui négocient les salaires en prenant en considération la manière dont ils pensent que l'inflation va évoluer. Un repli de l'inflation tendancielle perçue serait très préoccupant pour la BCE, puisqu'il compliquerait d'autant plus la réalisation de l'objectif d'inflation.

## Détérioration des attentes d'inflation à long terme



À quel point devrions-nous être préoccupés? L'analyse du comportement des anticipations d'inflation, en particulier à des horizons plus lointains, est un ingrédient essentiel d'une telle évaluation. Les prix pour la protection contre l'inflation à long terme observés sur les marchés financiers, comme les marchés de swaps d'inflation, qui s'étaient redressés quelque peu depuis la fin de 2016, sont repartis à la baisse à la fin de l'année dernière. Si on les prend au pied de la lettre, leurs niveaux et évolutions récentes constituent en effet une source d'inquiétude. Cependant, les **anticipations d'inflation résultant d'enquêtes** se sont maintenues à des niveaux plus proches de notre définition de la stabilité des prix. Il est possible que la différence entre les signaux relatifs aux anticipations d'inflation basés sur le marché et ceux fondés sur des enquêtes soit liée à la présence des primes de risque – dans le cas présent, des primes de risque d'inflation négatives – qui pèsent sur les prix des swaps d'inflation. Dans une certaine mesure, cette situation pourrait être considérée comme encourageante : nous pouvons dire que les véritables anticipations d'inflation ne sont pas trop basses et demeurent bien ancrées. Toutefois, la présence de telles primes négatives pourrait être préoccupante en soi : elles peuvent indiquer que *si* des taux d'inflation plus faibles que prévu devaient apparaître, cela arriverait en période de conjoncture défavorable.

## 2. LE CONSEIL DES GOUVERNEURS A ADOPTÉ DES MESURES SUPPLÉMENTAIRES

Bien entendu, le Conseil des gouverneurs de la BCE est préoccupé par ces évolutions.

C'est pourquoi nous avons pris, ces derniers mois, des mesures supplémentaires qui vont continuer de soutenir l'économie de la zone euro et créer les conditions nécessaires pour que l'inflation revienne à un niveau proche de 2 %.

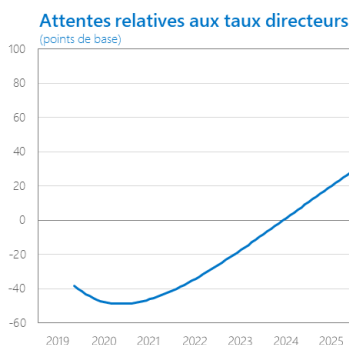
PP 5

### Dernières mesures de politique monétaire: Taux bas pendant plus longtemps

Au moins pendant le premier semestre de 2020  
et aussi longtemps que nécessaire  
pour que l'inflation converge vers  
l'objectif



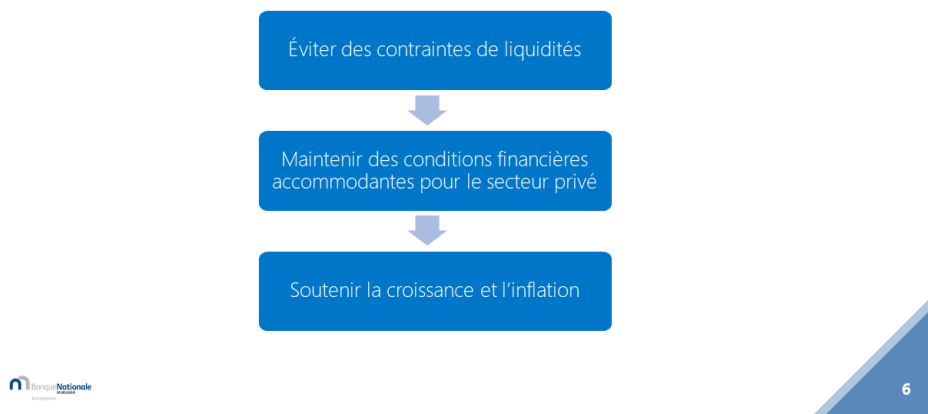
Période de réinvestissements  
prolongée



Tout d'abord, nous avons décidé **d'élargir la période durant laquelle les taux directeurs resteront** à leurs niveaux actuels, historiquement bas. En mars, cette période avait été étendue jusqu'à la fin de 2019. En juin, comme il s'est avéré que les incertitudes que j'ai mentionnées n'étaient pas un phénomène temporaire, nous l'avons prolongée jusqu'au premier semestre 2020 au moins ; et, en tout cas, aussi longtemps qu'il sera nécessaire pour garantir que l'inflation continuera de converger de manière soutenue vers notre objectif.

Étendre cette période va également allonger celle durant laquelle nous réinvestirons en totalité le principal des obligations acquises dans le cadre du programme d'achats d'actifs, à leur échéance. En effet, les réinvestissements en totalité vont se poursuivre pendant une période étendue au-delà de la date à laquelle nous commencerons à relever les taux directeurs. Cela garantira que les conditions financières demeurent très favorables : en effet, le maintien de ce stock important d'actifs au bilan de l'Eurosystème contribue à faire baisser les primes de terme. Cela réduit le niveau des taux à long terme, lesquels sont pertinents pour les décisions d'investissement et de consommation des ménages, des sociétés et des pouvoirs publics.

## Dernières mesures de politique monétaire: Nouvelles opérations de refinancement ciblées (TLTRO-III)



Deuxièmement, nous avons décidé de proposer une **nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées**, ou TLTRO, qui sera lancée en septembre. Ces opérations fournissent des liquidités aux banques de la zone euro, afin d'éviter qu'elles ne subissent des contraintes de financement qui pourraient les conduire à limiter leurs prêts aux ménages et aux entreprises.

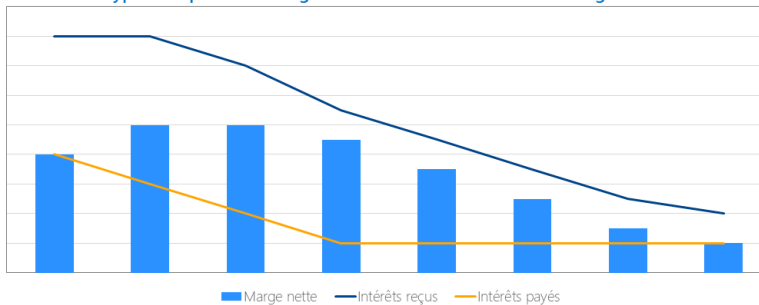
Les derniers détails de ces opérations ont été arrêtés il y a quelques semaines. Le taux d'emprunt de base s'établit à 10 points de base au-dessus du taux MRO moyen observé pendant la durée des opérations à deux ans. À l'instar de leurs prédécesseurs, les TLTRO-III permettent aux banques de bénéficier d'un taux inférieur si leurs octrois de prêt sont suffisamment dynamiques. Ce taux favorable peut descendre jusqu'à 10 points de base au-dessus du taux (moyen) de la facilité de dépôt. Les TLTRO-III seront donc relativement généreuses par rapport à des sources alternatives de financement. De cette façon, elles soutiendront la croissance et l'inflation dans la zone euro en maintenant des conditions de financement accommodantes pour le secteur privé.

De plus, le Conseil des gouverneurs est déterminé à agir si des **circonstances défavorables** se concrétisent. Dans pareil cas, nous serions prêts à ajuster l'ensemble des instruments afin de continuer à soutenir l'économie et la convergence de l'inflation vers notre objectif. Si nécessaire, nous pourrions envisager de prolonger encore les orientations prospectives, mais également de reprendre les achats nets d'actifs ou d'abaisser une nouvelle fois les taux.

Dans le même temps, nous devons nous assurer que l'ensemble de nos politiques demeurent efficaces et qu'elles continuent de soutenir la croissance ainsi que l'inflation. Cela peut s'avérer particulièrement pertinent en ce qui concerne les taux négatifs : dans certains cas, ils pourraient menacer la transmission monétaire par les banques ou conduire à l'instabilité financière. C'est pourquoi nous continuons à surveiller leur incidence.

## Les taux négatifs peuvent affecter la profitabilité des banques

Illustration hypothétique de la marge nette d'intérêt en cas de taux négatifs



En effet, **ces taux nominaux négatifs sont particuliers**, étant donné que de nombreux déposants et investisseurs préféreraient détenir des espèces plutôt que de recevoir un rendement négatif. Dans le même temps, les banques souhaitent éviter que leurs clients retirent leur argent, pour éviter de se trouver confrontées à un financement insuffisant ou moins stable. Elles se sont donc montrées réticentes à appliquer des taux négatifs à certaines catégories de dépôts des particuliers.

Cela implique que les **taux négatifs ne sont pas entièrement répercutés sur l'ensemble des coûts de financement des banques**. Les banques ayant un pourcentage plus élevé de dépôts de particuliers peuvent être les plus exposées à un tel effet : la part du financement pour laquelle les coûts demeurent égaux ou supérieurs à zéro est plus importante. En Belgique, les comptes d'épargne réglementés, qui représentent un quart du financement des banques, *doivent* – légalement - offrir un taux d'intérêt positif de minimum 0,11 %, soit 51 points de base de plus que le taux actuel de la facilité de dépôt de la BCE. Cela limite les bénéfices que les banques peuvent retirer de la baisse des coûts de financement.

En définitive, l'incidence peut dépasser les établissements de crédit et s'étendre également à leur clientèle. Si les banques abaissent leurs taux débiteurs parallèlement aux taux directeurs et aux taux du marché, leurs marges d'intérêt pourraient se retrouver sous pression. En fin de compte, leur rentabilité pourrait en pâtir. Dans des scénarios extrêmes, afin d'éviter cette incidence néfaste sur leurs bénéfices, les banques pourraient décider de moins réduire (voire d'augmenter) leurs taux débiteurs. En conséquence, le coût du financement par emprunt s'alourdirait pour les ménages et pour les entreprises, ce qui les priverait des bienfaits de l'assouplissement de la politique monétaire.

L'histoire ne s'arrête pas à cet éventuel effet sur les bénéfices des établissements bancaires, et ce dernier ne se matérialise pas non plus nécessairement immédiatement après l'instauration de taux négatifs. Les taux d'intérêt négatifs affectent la rentabilité des banques par différents canaux, qui présentent des **profils dynamiques** divers. En règle générale, les bénéfices se matérialisent en premier lieu, tandis que les pertes s'étendent sur une plus longue période. À titre d'exemple, les établissements de crédit se financent largement grâce à des créances à court terme, dont les prix s'ajustent immédiatement à une baisse des taux d'intérêt. Leurs avoirs sont généralement des actifs à plus long terme et, dans un premier temps, les marges d'intérêt s'élargissent. Or, à mesure que les actifs sont remplacés par d'autres actifs assortis d'un rendement inférieur, les marges se resserrent. Aussi, plus les taux d'intérêt demeurent faibles ou plus les taux d'intérêt baissent, plus l'incidence négative potentielle sur les bénéfices des établissements est grande.

C'est la raison pour laquelle nous estimons qu'il est important **de suivre de près la rentabilité des banques**, et ce afin d'éviter une situation dans laquelle nos mesures pourraient avoir une incidence négative, plutôt que positive, sur la macroéconomie.

Jusqu'ici, **rien ne permet d'établir que les taux d'intérêt négatifs entravent la transmission de la politique monétaire** dans la zone euro, que ce soit en bridant l'emprunt ou en entraînant les taux débiteurs à la hausse. Les taux débiteurs se sont inscrits en recul dans la foulée des abaissements des taux directeurs et se maintiennent à des niveaux bas sans précédent. Le crédit aux entreprises a évolué de manière cohérente avec le cycle économique. En fait, ces dernières années, la rentabilité des banques a bénéficié du regain de dynamisme de la croissance économique et de la demande de prêts, ainsi que d'une diminution du risque de défaut auprès des emprunteurs, et la Belgique n'a pas fait exception.

Cette situation pourrait pourtant se modifier, en particulier si des événements défavorables se matérialisaient et que le Conseil des gouverneurs était amené conséquemment à abaisser encore les taux directeurs ou prolonger davantage la période de taux d'intérêt faibles.

Si nous devons observer que les taux d'intérêt négatifs pourraient commencer à entraver la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle, nous pourrions **envisager d'adopter des mesures compensatrices** afin de veiller à ce que nos taux directeurs ne deviennent pas restrictifs ; autrement dit, pour garantir que les ménages et les entreprises continuent de bénéficier de nos mesures.

Cependant, si le secteur bancaire occupe une place fondamentale dans la transmission de la politique monétaire dans la zone euro, il ne s'agit **pas du seul canal** par lequel nos mesures exercent leur incidence. Les taux d'intérêt négatifs rendent également le financement de marché moins onéreux pour le secteur public (soulageant les politiques budgétaires) ainsi que pour nombre d'entités du secteur privé, en particulier des entreprises. Même si des pressions baissières provenant de taux d'intérêt négatifs s'exerçant sur la rentabilité des banques devaient limiter leur transmission à l'emprunt – et ceci n'est pour l'instant qu'une hypothèse –, les taux directeurs négatifs exerceraient encore une incidence largement positive sur la macroéconomie.

En outre, les taux d'intérêt négatifs ne constituent **qu'une mesure parmi toutes celles** que nous mettons en place à l'heure actuelle. Les titres acquis par l'Eurosystème, nos orientations prospectives ainsi que la fourniture aux banques d'un financement assorti de taux négatifs sont autant d'éléments qui contribuent à soutenir la croissance et l'inflation et à comprimer les coûts de financement des banques. Au travers de ces canaux, ces mesures peuvent contribuer positivement à la rentabilité des banques, même dans l'éventualité où cette dernière ne profiterait plus de la politique de taux d'intérêt négatifs.

Comme je l'ai indiqué précédemment, les banques peuvent réagir à une probable compression de leurs bénéfices en relevant leurs taux débiteurs. Une autre possibilité consiste à ce que les banques en viennent à **courir de plus grands risques**, en étendant leur crédit, de manière à pouvoir compenser le resserrement des marges par des volumes plus importants.

Dans une perspective de politique monétaire, il peut s'agir d'une évolution positive : elle peut contrecarrer une prise de risque trop faible et faciliter l'accès au crédit pour les entreprises et les ménages. Mais ce comportement présente l'inconvénient que les banques peuvent être amenées à **prendre des risques « excessifs »**, ce qui augmenterait l'instabilité financière. Ce scénario n'est pourtant pas réservé aux établissements de crédit ou aux taux d'intérêt négatifs. Un comportement similaire pourrait également être observé sur d'autres marchés financiers lorsque les taux d'intérêt sont très bas, en particulier s'ils se maintiennent à ce niveau sur une période prolongée.

En pareils cas, les politiques prudentielles (et je vise surtout le volet macroprudentiel) et de surveillance constituent la première ligne de défense : en ciblant des poches de risque spécifiques sans avoir à durcir l'orientation de la politique monétaire, elles évitent d'étouffer l'incidence positive des taux d'intérêt faibles sur l'économie. Les politiques prudentielles peuvent dès lors dégager une marge supplémentaire pour que la politique monétaire puisse rester adéquatement accommodante.

C'est dans ce cadre que la Banque nationale de Belgique a, à l'instar de plusieurs de ses homologues, adopté une série de mesures macroprudentielles – dont la dernière il y a un an – afin de veiller à ce que les banques demeurent bien protégées, en particulier contre les risques liés au marché de l'immobilier résidentiel. En outre, la BNB est prête à activer le coussin contracyclique de capital en réponse à l'accélération du cycle du crédit. Les banques sont tenues de constituer des coussins de fonds propres supplémentaires en fonction des

prêts qu'elles accordent au secteur privé non financier belge. Ainsi, elles sont mieux armées pour faire face aux chocs défavorables et pour absorber des pertes de crédit, ce qui sauvegarde la fourniture de crédit à l'économie réelle tout au long du cycle.

PP 8



## Nouveaux défis pour la politique monétaire

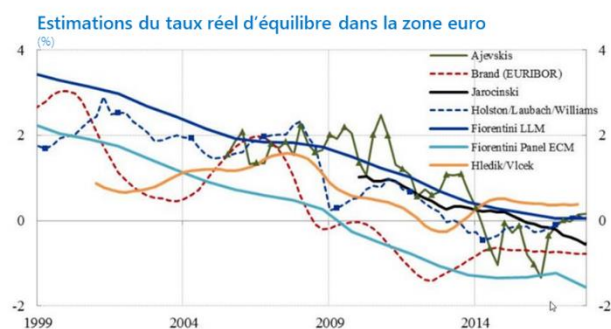
### 3. NOUVEAUX DÉFIS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Tels sont les défis les plus immédiats auxquels nous sommes confrontés aujourd'hui. Ceux-ci s'inscrivent toutefois dans un contexte d'autres transformations, plus structurelles, qui pourraient fortement influencer la politique monétaire dans les décennies à venir.

PP 9



## Taux d'intérêt structurellement bas



La première de ces « nouvelles » évolutions que je vais mentionner n'est pas, à proprement parler, tout à fait nouvelle puisqu'elle a été observée tout au long des 30 dernières années. Il s'agit du **repli et du niveau actuel très bas des taux d'intérêt réels naturels ou d'équilibre**.

Il existe de nombreuses définitions de ce concept abstrait. Dans le contexte actuel, on peut le considérer comme le taux d'intérêt qui équilibre l'offre d'épargne et la demande d'investissement dans l'économie. À ce point d'équilibre, l'économie croît à son rythme potentiel et l'inflation est stable.



Au cours des dernières décennies, l'offre mondiale d'épargne a augmenté, tandis que la demande d'investissement a diminué. Les évolutions démographiques, les inégalités, la baisse des prix des biens d'investissement et le recul des investissements publics, entre autres facteurs, peuvent expliquer ces tendances. Dès lors, le taux d'intérêt naturel s'est lentement orienté à la baisse. Lorsque la crise a éclaté, des obstacles conjoncturels sont venus exacerber ce repli. Les estimations reprises sur le graphique – pour la plupart réalisées dans le contexte d'une *task force* européenne à laquelle des experts de la Banque ont aussi contribué – témoignent de cette évolution pour la zone euro au cours des 20 dernières années.

Pourquoi cette situation est-elle problématique ? Pour stimuler l'économie en temps de crise, les banques centrales abaissent les taux réels sous le niveau du taux naturel. Mais **les taux directeurs ne peuvent pas s'enfoncer trop loin en territoire négatif**. Comme nous l'avons vu précédemment, un taux très négatif, voire un taux légèrement négatif maintenu pendant une très longue période, pourrait resserrer plutôt qu'assouplir les conditions financières. Si l'inflation est basse elle aussi, ce qui est généralement le cas pendant les crises, la marge de manœuvre dont disposent les banques centrales peut être insuffisante.

La faiblesse persistante du taux naturel **pourrait entraver de plus en plus la politique monétaire**. Pour assurer une orientation adéquate de celle-ci, les banques centrales pourraient n'avoir d'autre choix que de prolonger encore la période de taux directeurs faibles ou de recourir à d'autres moyens, comme les achats d'actifs. Ces mesures abaissent les taux à long terme plutôt que ceux à court terme. Cependant, si elles ont été efficaces ces dernières années, elles ne sont pas pour autant illimitées dans tous les cas et, si elles sont mises en œuvre très souvent ou sur de longues périodes, elles peuvent avoir des effets secondaires indésirables.

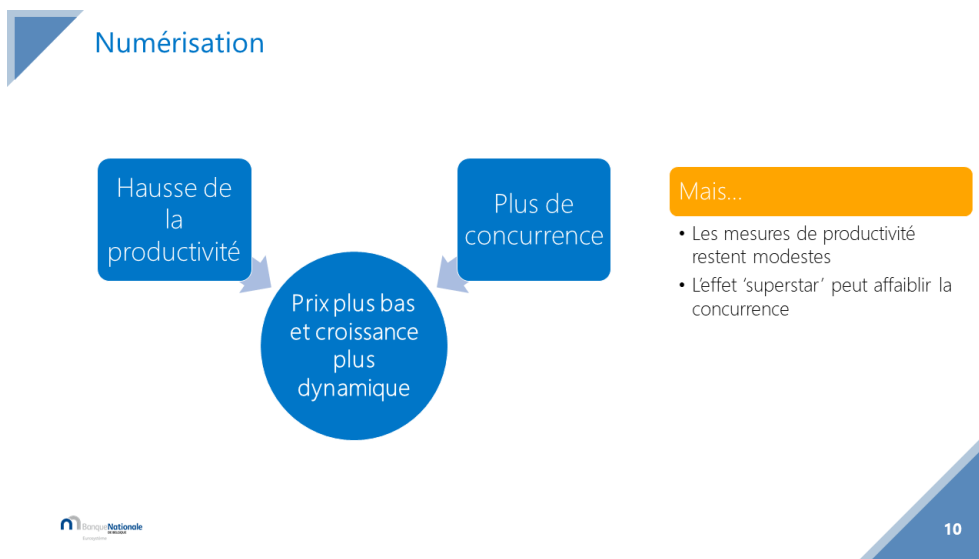
Comme je l'ai déjà dit, **les politiques prudentielles (et, plus particulièrement, les politiques macroprudentielles)** pourraient contribuer à limiter ces effets secondaires, ce qui permettrait à la politique monétaire de demeurer accommodante pendant plus longtemps. Mais elles pourraient aussi se révéler utiles d'une autre manière, plus préventive : en accroissant la résilience du système financier, les politiques prudentielles pourraient aider à éviter les crises. De cette façon, il faudrait recourir moins souvent à la politique monétaire et la borne inférieure effective des taux d'intérêt nominaux serait moins fréquemment atteinte.

D'autres domaines politiques ont également un rôle-clé à jouer. **Les mesures structurelles**, en particulier, peuvent contribuer à accroître la production potentielle et, partant, à relever le taux d'équilibre, par exemple en favorisant la productivité et la concurrence. En effet, les économies avancées, y compris la Belgique, ont enregistré un ralentissement de la croissance de l'emploi et de la productivité totale des facteurs. Inverser cette tendance ne serait pas seulement bénéfique pour la prospérité en tant que telle, cela pourrait également avoir des retombées positives sur la conduite de la politique monétaire.

Les **politiques budgétaires** peuvent jouer des rôles multiples. Ex ante, des finances publiques saines concourent à réduire la probabilité de crises, le secteur public étant plus résistant aux chocs. Ex post, les politiques budgétaires peuvent jouer un important rôle de stabilisation : et, plus la situation budgétaire ex ante est saine, plus la marge existe pour endosser ce rôle. Dans le contexte actuel, cela signifie que les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire peuvent utiliser celle-ci – et ils le devraient d'ailleurs lorsque la croissance est en-dessous du potentiel – en cas de besoin pour soutenir la politique monétaire.

Enfin, la politique monétaire devrait également faire preuve d'ouverture à l'idée d'adapter, si nécessaire, sa stratégie aux nouvelles conditions que crée une baisse permanente du taux naturel. À cet égard, j'observe avec beaucoup d'intérêt l'examen auquel la Réserve fédérale américaine se livre actuellement sur sa stratégie de politique monétaire, y compris les impressionnants travaux académiques réalisés dans ce contexte. De nouvelles discussions à ce sujet nous aideront à mieux comprendre les options qui s'offrent pour que la politique monétaire demeure efficace dans le cadre de ce qu'on appelle la « nouvelle normalité ». Dans le cadre de notre stratégie actuelle, il est évident que poursuivre notre objectif d'inflation proche de 2 % de manière symétrique est un prérequis pour sauvegarder assez de marge de manœuvre pour la politique monétaire.

Un débat et une analyse plus approfondis sont également grandement nécessaires pour que les banques centrales puissent relever les deux prochains défis que je voudrais mentionner aujourd'hui.



Le premier concerne la diffusion des nouvelles technologies et le passage à l'économie numérique. La **numérisation** pourrait affecter la conduite de la politique monétaire au cours des prochaines années, au travers de son incidence sur la production potentielle, sur le taux d'équilibre et sur la dynamique de l'inflation.

Son impact ultime est toutefois incertain à l'heure actuelle. Plusieurs possibilités peuvent se matérialiser. Par exemple, la numérisation pourrait augmenter la productivité ou accroître la concurrence, puisque les consommateurs peuvent désormais accéder à davantage de vendeurs en ligne et les comparer.

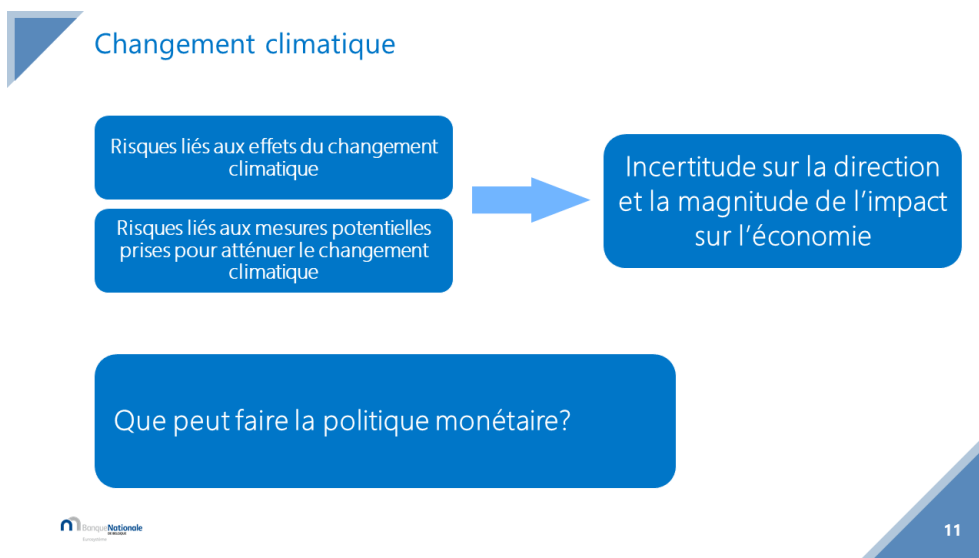
Une plus grande productivité et une concurrence accrue pourraient toutes deux se traduire par une baisse des prix et une hausse de la production. En particulier lorsque la demande totale se redresse au même rythme que l'offre, il s'agit sans aucun doute d'une évolution encourageante, qui devrait conduire à un relèvement des taux d'intérêt d'équilibre.

Toutefois, comme je l'ai déjà mentionné, la croissance de la productivité s'est affaiblie dans la plupart des économies avancées, y compris en Belgique. Cela soulève un paradoxe : tandis que les travailleurs craignent que les robots ne prennent leurs emplois, la croissance de l'emploi se révèle étonnamment dynamique et c'est l'évolution de la productivité qui est décevante. De nouvelles recherches, notamment dans le domaine de la mesure de la productivité à l'ère numérique, s'imposent pour comprendre comment ces phénomènes vont se manifester.

En outre, alors que les nouvelles technologies pourraient intensifier la concurrence dans certains secteurs (comme le commerce de détail), elles pourraient avoir l'effet inverse dans d'autres : ainsi par exemple, si les technologies entraînent une augmentation des coûts fixes, cela favorisera les économies d'échelle. Cet « effet superstar » pourrait entraver la concurrence et la croissance, tandis que les prix grimperaient, ce qui reviendrait à un choc d'offre négatif.

Bien entendu, l'impact peut également dépendre, dans une large mesure, de la manière dont les autorités réagissent à ces nouvelles évolutions, par exemple en adaptant la réglementation sur la concurrence ou sur le marché du travail.

Quoi qu'il en soit, une analyse plus fouillée est encore nécessaire pour comprendre toutes les implications qu'aura le processus de développement technologique actuel pour l'économie et pour la politique monétaire.



Un autre défi aux conséquences tout aussi incertaines pour la politique monétaire concerne le **changement climatique**. L'année dernière, lorsqu'il a reçu le Prix d'économie à la mémoire d'Alfred Nobel, le professeur Nordhaus a qualifié celui-ci de « défi ultime pour l'économie ». Je suis tout à fait d'accord : ses retombées pourraient être énormes, profondes et durables.

Je ne prétends pas fournir ici une analyse complète des conséquences du changement climatique. À bien des égards, nous étudions toujours ce qu'elles seraient. Je me pencherai plutôt sur certains des principaux canaux au travers desquels le changement climatique et les politiques adoptées pour le combattre pourraient affecter l'économie, et sur ce que cela pourrait impliquer pour la politique monétaire.

**Le changement climatique recouvre divers phénomènes** liés au réchauffement de la planète, tels que l'élévation du niveau de la mer, davantage de phénomènes climatiques extrêmes et les catastrophes naturelles y afférentes ; les changements climatiques dans certaines régions pourraient induire de fortes vagues de migration et réduire la production agricole. Tout cela pourrait se traduire par des hausses de prix, des pertes économiques permanentes, une baisse de la productivité et des investissements ainsi qu'une plus grande instabilité financière, et ce dans un contexte d'incertitude accrue. Dans la zone euro, l'impact pourrait être plus négatif pour les pays du Sud que pour ceux du Nord, ce qui exacerberait la fragmentation.

Cependant, les efforts visant à réduire la consommation de combustibles fossiles et à éviter de tels résultats désastreux peuvent également avoir de lourdes répercussions économiques. **Une transition vers une économie plus verte** impliquera de profonds changements des structures économiques actuelles et des prix relatifs. Certaines technologies pourraient ne pas être suffisamment avancées pour garantir qu'une énergie plus verte assurera un niveau de production similaire. Dans ce cas, la croissance diminuerait à court terme, tandis que les prix augmenteraient. Plus la transition est soudaine, plus les risques sont élevés. Dans le même temps, les investissements en **nouvelles technologies** pourraient également être une source de prospérité économique permettant de maintenir durablement le niveau de vie.

Tout comme la numérisation, **le changement climatique soulève des questions fondamentales sur la mesure des agrégats macroéconomiques**, comme la production et l'inflation. On peut par exemple penser à la façon dont une réglementation (hypothétique) qui obligerait les ménages à se tourner vers des voitures électriques plus chères affecterait l'indice des prix à la consommation. Les voitures électriques remplaceront les voitures à essence dans l'indice des prix comme s'il s'agissait d'un produit différent : dans ce cas, l'indice des prix ne bondira pas. L'effet négatif sur le pouvoir d'achat des ménages n'est donc pas visible dans l'indice des prix à la consommation. Il ne s'agit bien sûr pas d'un phénomène nouveau, mais celui-ci pourrait se produire plus souvent à mesure que les réglementations imposent l'abandon des technologies à base de carbone. Il conviendrait de réfléchir à ces questions pour s'assurer que nos mesures de l'inflation continuent de refléter les réalités économiques.

Bien que l'impact final du changement climatique et des politiques visant à l'atténuer demeure incertain, il constituera un moteur essentiel du changement économique (et social) au cours des prochaines décennies. Même si la transition vers des sources d'énergie plus propres était parfaite, il pourrait avoir de lourdes conséquences pour la politique économique. Les autorités, y compris les banques centrales, ne devraient pas le négliger. **Mais que peuvent faire les banques centrales à ce sujet ?**

Comme d'autres institutions, entreprises et même ménages, les banques centrales peuvent adopter un **comportement plus durable au quotidien**. Depuis de nombreuses années, la Banque nationale de Belgique participe à des initiatives visant à la rendre plus respectueuse de l'environnement. Elle a obtenu trois étoiles au label « Entreprise écodynamique » de la Région bruxelloise et est une entreprise certifiée « neutre en CO<sub>2</sub> ». L'an dernier, la Banque a intégré le recours à des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la gestion d'une partie de son portefeuille ne relevant pas de la politique monétaire, afin de contribuer à favoriser la transition vers un modèle financier plus durable.

Avec d'autres banques centrales, la Banque participe à des groupes internationaux pour **en savoir plus sur les risques et les conséquences du changement climatique et sur la transition** vers une économie plus verte. Nous participons par exemple au Network for Greening the Financial System, un réseau de 40 banques centrales et autorités de surveillance qui a pour mission de définir et de promouvoir les meilleures pratiques et de mener des travaux analytiques sur la question. La Banque consacrera également sa Conférence internationale de 2020 à l'incidence potentielle du changement climatique sur la macroéconomie et sur les marchés financiers. Dans son rôle de superviseur et d'autorité macroprudentielle, la Banque a entrepris des actions pour identifier, mesurer, gérer et mitiger les risques pour la stabilité financière liés au changement climatique.

Outre ces initiatives, **les banques centrales ont été invitées à en faire davantage**, notamment en recourant à des instruments de politique monétaire. Comme nous le verrons, un certain nombre de ces propositions poseraient d'importants problèmes pour la conduite de la politique monétaire. Je vais passer en revue certaines d'entre elles, en allant des actions les plus restreintes aux plus larges.

Une première option consiste à ajuster **l'évaluation des actifs utilisés en garantie**, en tenant compte du risque implicite plus élevé qui entoure les industries liées à des émissions de carbone plus importantes. Les actifs liés aux activités « brunes » subiraient par exemple une décote plus élevée. Par conséquent, les banques qui les donnent en garantie recevraient moins de liquidités en échange. Les banques centrales seraient ainsi mieux protégées contre les risques liés au changement climatique. Mais cela inciterait également les banques à détenir des obligations « vertes », ce qui rendrait le financement des secteurs verts moins coûteux. Cependant, il n'existe, à ce stade, pas de norme sur la façon de définir correctement les actifs verts et bruns, et les risques liés au climat n'ont pas (encore) été incorporés aux évaluations des risques. Les banques centrales pourraient soit attendre que les agences de notation intègrent ces risques, soit prendre l'initiative de les évaluer elles-mêmes.

Une proposition plus audacieuse suggère de **réorienter nos portefeuilles de politique monétaire** vers des actifs à faible émission de carbone. Comme vous le savez très certainement, l'Eurosystème détient un large stock d'obligations à la suite des achats réalisés en vue de soutenir la progression de l'inflation vers son objectif. L'Eurosystème détient près de 20 % de l'ensemble des obligations vertes éligibles dans le cadre du programme d'achats du secteur des entreprises, ce qui représente environ six milliards d'euros. Ce montant est proportionnel à la part des obligations vertes sur le marché des obligations éligibles dans le cadre du programme d'achats du secteur des entreprises, l'un des principes de ce programme étant d'être aussi neutre que possible à l'égard du marché. Par nos achats, nous avons contribué à aussi réduire le coût de financement des activités vertes, et l'augmentation des émissions d'obligations vertes par le secteur privé impliquera que l'Eurosystème en détienne une plus grande quantité. Pourtant, pour certains, nous devrions aller plus loin et rééquilibrer davantage nos achats en faveur des obligations vertes.

S'agissant des initiatives du secteur public, je souligne le fait que nos politiques accommodantes ont créé une considérable marge de manœuvre financière supplémentaire que les gouvernements peuvent utiliser pour financer des investissements publics verts. Certaines propositions vont toutefois encore plus loin et suggèrent que les banques centrales **financent directement de telles initiatives du secteur public**, par le biais d'un

nouvel « assouplissement quantitatif vert » ou d'un « hélicoptère monétaire vert ». De telles initiatives s'inscrivent souvent dans le cadre de la « théorie monétaire moderne » (Modern Monetary Theory).

Il ne faut cependant pas perdre de vue que **notre principale mission consiste à maintenir la stabilité des prix** et que toutes nos initiatives doivent d'abord et avant tout la respecter.

En revanche, **ce dernier type de propositions pourrait dangereusement mélanger les politiques et les objectifs monétaires avec les politiques et les objectifs budgétaires**. Voyons par exemple ce que prônent les partisans de la théorie monétaire moderne. Le point essentiel de cette théorie est qu'un souverain qui émet sa propre monnaie ne peut pas faillir. Il peut donc alourdir sa dette à l'envi, puisque, en cas de besoin, la banque centrale peut imprimer de la monnaie pour la rembourser. Le gouvernement pourrait ainsi prendre des initiatives ambitieuses pour favoriser la transition vers une économie plus verte (ou poursuivant d'autres objectifs) sans se soucier du caractère soutenable ou non de sa dette.

Aussi attrayant qu'il puisse paraître, un tel cadre soulève plusieurs problèmes. Pour commencer, la dette des différents pays de la zone euro n'est pas libellée dans une monnaie nationale mais dans celle de l'union monétaire, et les États membres ne peuvent pas en « imprimer à volonté ». C'est la raison pour laquelle le Pacte de stabilité et de croissance est crucial pour garantir la soutenabilité des finances publiques. En outre, le Traité interdit le financement monétaire pour préserver la « dominance monétaire ».

De manière plus générale, l'économie envisagée dans le cadre de la théorie monétaire moderne devrait être examinée avec prudence. En réalité, par « imprimer de la monnaie », on entend que les fonds propres de la banque centrale sont transformés en réserves porteuses d'intérêts détenues par le secteur privé. Lorsque les taux d'intérêt augmentent par rapport à leurs niveaux négatifs actuels, cela impose un coût à la banque centrale et donc au secteur public consolidé. Cela équivaudrait donc à une expansion budgétaire financée par de la dette à court terme.

De plus, dans un tel cadre, le contrôle de l'inflation est dans une large mesure laissé aux autorités budgétaires : si l'inflation devait devenir trop élevée, le gouvernement devrait augmenter les impôts ou réduire les dépenses. Cela pourrait pourtant se révéler problématique. Un gouvernement démocratiquement élu aurait en effet du mal à décider d'accroître les impôts qui pèsent sur le revenu disponible des entreprises et des ménages et sur la croissance, car cela pourrait lui faire perdre les prochaines élections. Ce problème n'est pas nouveau. En fait, c'est la raison même pour laquelle des banques centrales indépendantes ont été créées.

L'adoption de politiques du même type que celles préconisées par la théorie monétaire moderne impliquerait donc un changement radical du cadre actuel de banque centrale indépendante tel que nous l'entendons en Europe. Pourtant, ce risque ne se limite pas aux demandes associées à l'assouplissement quantitatif vert ou à la théorie monétaire moderne. Depuis la crise, les banques centrales ont renforcé leur rôle et étendu le nombre de leurs missions. Cela leur a donné une plus grande visibilité, ce qui s'est traduit à la fois par des demandes adressées aux banques centrales pour qu'elles en fassent davantage et par des critiques de leurs actions.

Les banques centrales sont des institutions au service de la société et elles sont tenues de rendre des comptes. Par conséquent, il est logique – et sain ! – que leurs actions soient examinées. Pourtant, les expériences passées ont montré que, pour que leurs actions demeurent efficaces, il est important de préserver l'indépendance des banques centrales. Cela implique également que nos objectifs ne devraient pas être trop élargis : pour de nombreuses questions, y compris plusieurs des défis que j'ai évoqués aujourd'hui, d'autres autorités ont plus de légitimité et sont mieux équipées pour faire face.

#### 4. FINAL REMARKS

PP 12



### Conclusions: la politique monétaire reste confrontée à des défis très importants

- ◆ Dans le court terme, maintenir une orientation adéquate et agir si des circonstances défavorables se concrétisent
- ◆ Dans l'avenir, des changements structurels fondamentaux peuvent impliquer des adaptations pour la politique monétaire
- ◆ Mais la politique monétaire ne peut pas tout faire: d'autres politiques doivent être mises en œuvre pour faire face aux défis du futur

Permettez-moi de conclure.

Au terme d'une décennie de crises, la politique monétaire reste confrontée à d'importants défis, y compris dans la zone euro. Les risques mondiaux et la persistance d'une inflation basse continuent de justifier une orientation très accommodante de la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a pris des mesures supplémentaires ce printemps. Nous sommes également prêts à intervenir au cas où des événements défavorables surviendraient.

En outre, de nouveaux défis se profilent à l'horizon pour les banques centrales : les taux d'intérêt pourraient rester bas même « en temps normal », tandis que la numérisation et le changement climatique pourraient modifier radicalement la structure de nos économies. La politique monétaire devra s'adapter aux nouvelles circonstances.

Nous devons néanmoins garder à l'esprit que la politique monétaire ne peut pas tout faire. Au contraire, d'autres politiques sont mieux à même de relever bon nombre des défis actuels et à venir, qu'il s'agisse de leurs causes profondes ou de leurs conséquences. Les banques centrales disposeraient ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour se concentrer sur leurs objectifs principaux.

Je vous remercie pour votre attention. Je suis à présent disponible pour répondre à vos questions.