



Conférence Handelsblatt, 31 août 2016, Francfort

François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

Quelle politique monétaire et quel système bancaire pour une Europe de croissance et de stabilité ?

Je suis ravi d'être parmi vous cet après-midi, ici à Francfort, à la fois au milieu des banques allemandes et au cœur de l'Eurosystème. Même si ces deux parties ne sont pas toujours d'accord, nous partageons tous une même conviction : l'Europe a besoin de davantage de croissance durable, et toutes les politiques économiques doivent contribuer à cet objectif ; et la politique monétaire ne peut pas et ne doit pas porter tout le fardeau, même si malheureusement ceci tente actuellement trop de gouvernements.

Pour les banquiers centraux et les régulateurs, ceci signifie deux impératifs : la stabilité monétaire et la stabilité financière. Les deux ont des conséquences significatives sur l'économie réelle. La stabilité monétaire – ou stabilité des prix –, réduit les incertitudes et les coûts pour les agents économiques. La stabilité financière – et en particulier celle des banques –, permet d'assurer l'allocation de l'épargne vers les investissements profitables sans défaillances graves. Ces deux impératifs se renforcent mutuellement : la stabilité des prix limite les chocs susceptibles d'affecter la valeur réelle des actifs ; la stabilité financière permet la bonne transmission de la politique monétaire. Cependant, l'une ne garantit pas l'autre. Il suffit de se rappeler que les déséquilibres financiers qui ont mené à la grave crise de 2008 se sont constitués dans une période de grande stabilité des prix. C'est pourquoi nous

travaillons résolument à ces deux objectifs. Je vais les détailler chacun, puis revenir sur leurs interactions.

I. La stabilité des prix, d'abord : notre politique monétaire y est conforme

Je suis tout à fait conscient que la politique monétaire de l'Eurosystème suscite de vifs débats en Allemagne. Mais contrairement à ce que suggèrent certains critiques, ce n'est pas une fantaisie latine incontrôlée. Nous la décidons de façon collective au sein du Conseil des Gouverneurs, pour assurer la stabilité des prix, c'est-à-dire une inflation ni trop forte, ni trop faible. Une inflation trop forte aurait des conséquences désastreuses sur l'économie – l'histoire de l'Allemagne en témoigne ; une inflation trop faible nous exposerait au danger mortel de la déflation, les années 1930 l'ont hélas montré. La stabilité des prix est l'objectif prioritaire que nous confie le Traité de l'Union européenne ; nous avons le devoir de nous y consacrer.

En pratique, elle a été définie comme un taux d'inflation à moyen terme proche de, mais inférieur à 2 %. Cette définition est partagée par les grandes banques centrales des pays développés. [Slide 2] Dans la zone euro, nous avons connu une période de remarquable stabilité des prix jusqu'à la crise. À partir de 2012 cependant, l'inflation est passée nettement sous la barre des 2 % et les anticipations d'inflation ont baissé. Notre mandat nous imposait de réagir. Après d'autres banques centrales, nous menons donc depuis 2014 une politique monétaire « non conventionnelle ». Nous la menons résolument, mais avec prudence : prudence dans le choix des instruments – certains, comme la monnaie hélicoptère, ne sont pas légitimes et d'autres, comme les taux d'intérêt négatifs, sont utiles mais ne sont qu'un instrument parmi beaucoup d'autres et ont leurs limites. Prudence aussi quant aux répercussions éventuelles sur la stabilité financière, j'y reviendrai.

Notre politique monétaire produit des résultats tangibles au service des économies de la zone euro. Plusieurs études le montrent, dont une récente de la Bundesbank. [Slide 3] Selon la **fourchette basse** de leurs estimations, le programme d'achats d'actifs (APP) de janvier 2015 a contribué à la croissance

du PIB à hauteur de + 0,5 pp en 2015 et en 2016, et fait augmenter l'IPCH, qui permet de mesurer l'inflation, de + 0,2 pp en 2015 et + 0,3 pp en 2016 ; encore que ces chiffres n'incluent pas l'effet de nos mesures de décembre 2015 et de mars 2016. D'autres analyses conduisent d'ailleurs à des résultats encore plus élevés.

Beaucoup d'épargnants allemands s'inquiètent de l'effet des taux d'intérêt bas sur leur épargne. [Slide 4] En réalité, il est important de distinguer les taux nominaux – ceux qui sont affichés –, des taux réels – ceux qui déterminent ce que leur rapporte vraiment leur épargne, une fois déduite l'inflation. Et précisément, les taux d'intérêts réels sont aujourd'hui bien plus profitables aux épargnants allemands qu'ils ne l'étaient entre 2011 et 2013. La meilleure façon de retrouver des taux nominaux durablement plus élevés, ce sera d'avoir retrouvé une trajectoire d'inflation faiblement positive, et pour cela d'être persévérants dans notre politique monétaire actuelle.

II. La stabilité des banques, ensuite : ce que nous avons déjà fait

En tant que régulateurs, nous agissons par ailleurs pour garantir la stabilité financière. De **grands progrès ont été réalisés** depuis la crise, avec : i) une réglementation prudentielle renforcée, grâce à la réforme Bâle 3 ; ii) un contrôle des banques plus intégré, avec le mécanisme de supervision unique des banques de la zone euro, et, en amont, un état des lieux complet des bilans bancaires, l'Asset Quality Review en 2014.

En conséquence, la **résilience du système bancaire de la zone euro** a augmenté. Ainsi, entre fin 2013 et fin 2015, les banques européennes ont accru leurs fonds propres CET1 de 180 milliards d'euros, ce qui leur permet de mieux faire face aux situations de stress éventuelles, comme l'a montré le résultat du dernier stress test de l'ABE, meilleur que le précédent mené en 2014. En France en particulier [Slide 5], le système bancaire est nettement plus solide qu'avant la crise : le ratio de solvabilité CET1 des grands groupes bancaires a plus que doublé, de 5,8 % en 2008 à 12 % en 2015, soit plus que l'ensemble des banques suivies par le Comité de Bâle (11,5 %). Les réserves

de liquidité ont augmenté de 359 milliards d'euros depuis fin 2011 alors que l'endettement de marché à court terme a baissé. Les taux de prêts non performants restent bas, à 4 %. Enfin, la rentabilité est résiliente, avec un ROE de 7 % en moyenne en 2015 pour les 4 banques françaises cotées, contre 5,8 % pour les banques significatives de la zone euro.

III. J'en viens maintenant aux interactions entre ces deux objectifs

1) Dans certains cas, des tensions peuvent survenir

Nous sommes particulièrement attentifs aux effets de notre politique monétaire accommodante sur :

- **La rentabilité des banques.** Cette question doit être abordée dans toutes ses composantes. Certes, la baisse des taux et l'aplatissement de la courbe réduisent la marge nette d'intérêt des banques. Toutefois, il y a également des effets positifs qu'il ne faut pas oublier : grâce à la politique monétaire, le volume des crédits est reparti à la hausse ; des plus-values en capital significatives ont été enregistrées ; le coût du risque a diminué avec l'augmentation de la solvabilité des emprunteurs ; et le coût de refinancement des banques sur les marchés a baissé. De plus, dans le cadre des mesures TLTRO-II, nous mettons à disposition des banques des lignes de crédit sécurisées à taux très favorables. Des estimations de la BCE [Slide 6] montrent que nos mesures récentes de politique monétaire ont un impact net positif sur la rentabilité des banques, pour la période 2014-2017. Toutefois, en dynamique pour l'avenir, nous devons être attentifs à l'effet des taux négatifs sur la rentabilité des banques.
- **Le prix des actifs et le risque de bulles.** Nous surveillons de près le système, les acteurs et les marchés financiers. La dernière Financial Stability Review de la BCE, notamment, l'a confirmé : [Slide 7] actuellement il n'y a pas signes de déséquilibres généralisés sur les prix des actifs, ni sur les actions, ni sur les prix de l'immobilier. Ainsi, si l'on observe [graphique de droite] l'évolution conjointe des prix immobiliers et du crédit à l'immobilier, qui sont au cœur de la formation de bulles spéculatives, la

situation actuelle ne montre pas de dynamique déstabilisatrice, ni en France, ni en Allemagne puisque ces deux pays se situent dans la phase basse de leur cycle financier (les courbes bleue et rouge sont en effet inférieures à leur moyenne historique représentée par l'axe des abscisses). Cela étant, pour rester efficace, chaque politique doit rester concentrée sur son objectif propre : la stabilité monétaire doit être assurée par la politique monétaire ; la stabilité financière par la politique macroprudentielle et la surveillance microprudentielle des différents acteurs. Et heureusement, nous disposons d'instruments différents pour atteindre ces objectifs.

2) Il y a néanmoins des convergences souhaitables

Premièrement, **un système bancaire solide et intégré** est nécessaire à la bonne transmission de nos mesures de politique monétaire – Mario Draghi l'a rappelé en juillet dernier lors de sa dernière conférence de presse. Pour préserver le bon fonctionnement du canal bancaire, il faut avancer dans trois directions. D'abord, il faut lever l'incertitude réglementaire en finalisant Bâle 3 d'ici la fin de l'année 2016. Le GHOS et le G20 l'ont dit clairement : cela doit se faire sans « augmentation significative des exigences globales en fonds propres ». Ensuite, il faut traiter le problème des prêts non performants de certaines banques européennes. Enfin, il faut permettre davantage de consolidation transfrontière des banques au sein de la zone euro. Dans le cadre de l'union bancaire, des banques plus largement multidomestiques, pourront mieux diversifier leurs risques au sein de la zone euro, et mieux y faire circuler l'épargne à travers les frontières. Je suis conscient que ceci suppose un affinement des réglementations actuelles.

Deuxièmement, les déséquilibres économiques dans la zone euro doivent être réglés. La politique monétaire n'est en effet pas la véritable cause des taux très bas que nous observons. Plus fondamentalement, ils sont le symptôme de l'insuffisance d'investissement par rapport à l'épargne : la zone euro a un excédent courant sous-optimal, à plus de 3 % du PIB. Et plutôt que de réduire l'épargne, notre objectif doit être de développer l'investissement,

avec des réformes structurelles favorables. Cela passe aussi par la construction d'une véritable « **Union de financement et d'investissement** ». Cette union devra rassembler les initiatives existantes qui contribuent à stimuler l'investissement – le plan Juncker, l'Union des marchés de capitaux, l'Union bancaire – mais elle devra aussi aller plus loin en créant des synergies pour atteindre deux objectifs clairs : [Slide 9] d'une part, la diversification du financement des entreprises, pour répondre à leurs besoins. L'investissement innovant doit pouvoir être davantage financé par les fonds propres. Dans ce domaine, l'Europe est en très retard : le financement des entreprises par fonds propres y est deux fois plus faible qu'aux États-Unis (52 % du PIB contre 121 %). D'autre part, l'augmentation de la résilience de la zone euro grâce à des marchés de capitaux intégrés. Comme je l'ai écrit avec Jens Weidmann en février 2016, cette forme de partage des risques privés est le meilleur moyen d'atténuer les chocs asymétriques dans une union monétaire.

*

Pour conclure, laissez-moi citer Hans Tietmeyer, qui fut président de la Bundesbank et dont on vient de fêter le 85^{ème} anniversaire. Lui qui a vécu la naissance de l'euro, nous disait dès 1997¹, en anglais : « [...] a stable euro is more like a valuable treasure buried in a field. At present, some work is still needed to uncover it. And it will require further energy to guard the euro's stability on a lasting basis. » Et il ajoute : « That is why the architects of monetary union must not forget that monetary stability is a perpetual challenge. » Ses mots sont toujours d'actualité. La stabilité est pour nous à la fois un bien précieux et un défi permanent, qui nous oblige à agir. Face aux enjeux du moment – le risque de déflation et le trop faible investissement – nous ne pouvons pas nous enfermer dans l'inaction, précisément parce que la stabilité est notre but, et une condition essentielle de notre croissance.

¹ <http://www.bis.org/review/r970626b.pdf>