



Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft – Munich, 26 janvier 2017

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

« La politique monétaire de la zone euro et les entreprises »

Je suis très heureux d'être parmi vous et je vous remercie de votre invitation. C'est la deuxième fois en quelques mois que j'ai la joie d'être en Bavière. En septembre, j'ai eu l'honneur de recevoir ici à Munich, remis par le Ministre a. D. Erwin Huber, le prix Montgelas en souvenir d'un de vos grands hommes d'État. Si vous me permettez une note personnelle, je viens ici comme Européen convaincu et comme ami de l'Allemagne. Je suis Français mais j'ai mes racines en Sarre : ma famille y vit depuis la fin du 18^{ème} siècle et fait partie du « Mittelstand » allemand, avec la manufacture de porcelaine Villeroy & Boch. Je suis attaché à votre pays et j'admire sa réussite, en particulier celle de ses entrepreneurs. La Bavière en est une illustration : c'est aujourd'hui l'un des pôles économiques les plus importants d'Europe. J'aurai aussi le plaisir de rencontrer tout à l'heure le Dr Theo Waigel, qui a joué avec d'autres responsables publics allemands un rôle si important dans la construction de notre solide monnaie commune qu'est l'euro.

Selon nos prévisions, la croissance en zone euro devrait être de 1,7 % en 2017, comme en 2016. La reprise économique se confirme, et c'est une bonne nouvelle, mais la situation n'est pas encore satisfaisante. La zone euro doit viser globalement une croissance plus forte et plus durable. La politique monétaire joue bien sûr un rôle crucial : elle assure la stabilité des prix nécessaire à la croissance ; ce sera mon premier point. Mais toute seule, elle ne sera jamais suffisante. Pour accélérer la croissance, il faut agir sur les autres leviers de politique économique ; j'y reviendrai. Enfin, je partagerai avec vous quelques réflexions sur le nouveau contexte international qui renforce l'urgence d'agir en Europe.

**

1. Notre politique monétaire est un atout pour la zone euro.

Je suis tout à fait conscient que la politique monétaire de la BCE suscite de vifs débats en Allemagne. Permettez-moi de dire d'abord pourquoi nous la menons, et où nous en sommes aujourd'hui.

a) **Pourquoi menons-nous cette politique monétaire ?** Notre Banque centrale européenne a été, il faut le rappeler, fortement construite sur le modèle de la Bundesbank et de ses succès. Et je crois sincèrement que notre politique monétaire actuelle est largement en accord avec les valeurs allemandes que je partage totalement : l'indépendance, le respect des Traités, la stabilité des prix, le long terme. Contrairement à ce que suggèrent certains critiques, notre politique monétaire n'est pas une fantaisie latine. Nous la décidons de façon collective au sein du Conseil des Gouverneurs et nous prenons très au sérieux le mandat qui nous a été confié : assurer la stabilité des prix. Cela signifie 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 aurait exposé au danger mortel de la déflation, les années 1930 l'ont hélas montré. En pratique, la stabilité des prix a été définie par le Conseil des Gouverneurs dès 2003 comme un taux d'inflation à moyen terme proche de, mais inférieur à, 2 %. Cette définition n'a pas varié depuis et elle est largement partagée aujourd'hui par toutes les grandes banques centrales des pays développés, y compris aux États-Unis et au Royaume-Uni. Jusqu'à ces dernières années, la stabilité des prix a été remarquable dans la zone euro. Mais à partir de 2013, l'inflation est passée nettement sous la barre des 2 %. Notre mandat nous imposait de réagir pour faire remonter l'inflation vers des niveaux plus sains pour nos économies.

b) **Où en sommes-nous aujourd'hui ?** Aujourd'hui, l'inflation remonte progressivement dans la zone euro, conformément à ce que nous avons annoncé : nous sommes passés d'une baisse de 0,2 % en avril 2016 à une progression de 1,1 % en décembre dernier. Cela s'explique en partie par le rebond des prix de l'énergie, mais c'est aussi le fruit de notre politique monétaire : elle a permis d'écarter le risque de la déflation qui nous menaçait encore en 2015. A l'inverse maintenant, certains semblent s'inquiéter d'un « retour de l'inflation » ; c'est très exagéré. Nous ne sommes pas encore à notre cible de 2 % et l'inflation « core » – hors énergie et alimentation – n'est que de 0,9 %. L'autre interrogation porte sur les écarts entre les pays, avec + 1,7 % en Allemagne. Après un pic temporaire au premier trimestre, l'inflation allemande devrait néanmoins rester en dessous de 2 % en moyenne sur l'année 2017. De plus, les écarts d'inflation entre pays sont cohérents avec les différentes situations économiques nationales : la croissance et l'emploi

sont également plus forts en Allemagne ; et ces écarts pourraient même contribuer, via leur impact sur les salaires relatifs, à la correction des déséquilibres, et donc à une meilleure convergence dans la zone euro.

J'entends bien sûr les inquiétudes des épargnants allemands face aux taux d'intérêt bas. Notre objectif n'est pas de maintenir des taux bas trop longtemps : les taux bas ne sont pas un but en soi ; ils ne sont aujourd'hui que la condition nécessaire pour revenir progressivement vers la cible d'inflation, et donc pour avoir demain des taux durablement plus élevés, comme Mario Draghi lui-même l'a dit. Ce mouvement a commencé sur les taux à long terme depuis fin septembre dernier : le taux du Bund à 10 ans a remonté de près de 60 points de base. Compte tenu de nos progrès, nous avons décidé en décembre de réduire nos achats mensuels de titres, de 80 à 60 milliards d'euros. Je redis ici aussi ma conviction que si les taux d'intérêt négatifs ont une utilité, ils ont des limites évidentes. Mais, même si l'assouplissement quantitatif (*QE* – « *quantitative easing* ») ne va à l'évidence pas durer éternellement, nous n'avons clairement pas parlé de « *tapering* » ni de stratégie de sortie de notre politique monétaire accommodante (« *exit strategy* »). Nos décisions de politique monétaire ont en effet apporté de la prévisibilité pour toute l'année à venir et, durant cette période, nous ferons abstraction des évolutions temporaires de l'inflation pour nous concentrer sur les perspectives d'inflation à moyen terme pour la zone euro dans son ensemble. Enfin, les taux d'intérêt ne dépendent pas que de la politique monétaire. Ils découlent aussi de la croissance économique. L'intérêt des épargnants est donc que la croissance gagne de la vigueur en Europe.

Mais, comme l'a dit mon collègue Jens Weidmann au printemps dernier, « les gens ne sont pas que des épargnants » [« *Menschen sind nicht nur Sparer* »]. En Allemagne aussi, en Bavière, les entreprises, les salariés, les consommateurs, les accédants à la propriété bénéficient des taux d'intérêt bas de la BCE. Nos mesures créent des conditions particulièrement favorables pour le bon financement des entreprises et des ménages. Le crédit a nettement augmenté : en novembre 2016, il avait progressé en Allemagne de 3,5 % sur 12 mois pour les entreprises. De plus, le crédit coûte moins cher car les taux d'intérêt bancaires ont baissé régulièrement. Plusieurs études le confirment : la politique monétaire soutient aussi la croissance du PIB – pour plus de 1,5 point de pourcentage sur 2015-2018. La stabilité définitive des changes à l'intérieur de la zone euro et, à l'extérieur, le constat d'un taux de change effectif plus favorable, sont des atouts incontestables pour les exportateurs allemands et bavarois, d'Airbus à Dräxlmaier ou BrauKon. Les études économiques convergent : les gains liés à l'euro profitent à tous, mais c'est l'économie allemande qui a le plus bénéficié de l'appartenance à l'euro. Et quels que soient les débats

sur notre politique monétaire, c'est en Allemagne que le soutien à l'euro est le plus fort, et en hausse : 81 % à fin 2016, même si ce niveau est fort aussi dans la moyenne de la zone euro (70 %) et dans mon propre pays (68 %). Mais pour avoir plus de croissance, la politique monétaire ne suffit pas, nous en serons tous d'accord.

2. Pour plus de croissance, nos pays doivent se réformer, et l'Europe doit agir rapidement sur deux leviers complémentaires.

Le premier levier de croissance pour la zone euro, c'est **davantage de réformes dans nos pays, et une meilleure stratégie économique collective**. La croissance et l'emploi seraient plus forts en Europe avec davantage de réformes structurelles là où elles sont prioritaires, comme en France, et davantage d'investissement public par exemple et de soutien budgétaire, là où des marges de manœuvre existent, comme en Allemagne.

S'agissant des réformes, je souhaite aussi comme vous que la France accélère ; je le dis souvent dans mon pays. Ces réformes sont compatibles avec le modèle social européen que nous partageons ; beaucoup de succès en Europe le montrent. Mais ne jugez pas votre voisin « irréformable ». Ces dernières années, la France n'est pas restée sans rien faire. Les retraites ont été réformées. Des réformes comme le « CICE » – un crédit d'impôt –, le Pacte de Responsabilité, la loi travail « El Khomry », ont nettement réduit les charges pesant sur les entreprises. Depuis deux ans, les engagements de réduction du déficit ont été tenus ; il faut que cette crédibilité budgétaire continue de s'améliorer en 2017. Tout ceci ne suffit pas, mais ne doutez pas trop de la France, y compris dans cette année électorale. La solidité de nos institutions politiques et de notre système majoritaire est un atout durable.

À partir de sa situation économique nettement plus favorable, l'Allemagne doit, elle aussi, poursuivre sur la voie de la réforme : les évolutions démographiques devraient entraîner une diminution de la population active - et l'afflux de réfugiés que l'on observe actuellement ne changera pas la donne de manière significative. Il en résultera un ralentissement de la croissance à long terme. Mais ce n'est naturellement pas à moi de recommander des mesures dans votre pays. Au niveau européen, notre compétitivité passe notamment par la création d'un grand marché commun dans le domaine du numérique.

Je sais que lorsque les Français parlent de coordination en Europe, les Allemands pensent parfois qu'il pourrait s'agir d'une nouvelle astuce pour éviter les réformes. Il faut sortir de cette impasse : il nous faut à la fois des réformes nationales *et* une coordination européenne. Comme le disait souvent Helmut Schmidt, nous devons construire une union

économique en complément de l'union monétaire. Mais ceci ne passe pas à mes yeux par une « Union de transferts » que l'Allemagne refuse légitimement.

Deuxième levier de croissance : construire en parallèle ce que j'appelle l'« **Union de financement et d'investissement** » (UFI). Pourquoi ? Car il y a aujourd'hui encore en Europe des entreprises qui veulent investir et innover, mais qui ne trouvent pas les financements adaptés. Et pourtant, les ressources ne manquent pas : la zone euro a plus de 350 milliards d'excédent d'épargne, soit plus de 3 % du PIB. L'UFI doit donc permettre de mieux mobiliser cette épargne abondante en faveur de l'investissement. Pour cela, il faut mettre en synergie les initiatives existantes : l'Union des marchés de capitaux, le Plan d'investissement Juncker et l'Union bancaire. Mais il faut aller plus loin avec deux objectifs clairs. Premier objectif : la diversification du financement des entreprises pour répondre à leurs besoins. Le financement par fonds propres, plutôt que par endettement, est le plus adapté à la prise de risque et donc à l'innovation. Pourtant, l'Europe est très en retard dans ce domaine : le financement par fonds propres des entreprises y est deux fois plus faible qu'aux États-Unis (67 % du PIB en zone euro contre 125 % aux États-Unis). Deuxième objectif : une plus grande résilience de la zone euro grâce à des marchés de capitaux intégrés. Comme je l'ai écrit avec Jens Weidmann l'année dernière, cette forme de partage des risques privés est le meilleur moyen d'atténuer les chocs asymétriques dans une union monétaire. Aux États-Unis par exemple, le capital privé est capable d'amortir environ 40 % d'un choc économique spécifique à un État.

3. La nouvelle donne internationale renforce l'urgence d'agir.

Certains autour de nous semblent ne plus croire aux bénéfices de l'Union européenne. Le nouveau président américain l'a dit sans ambiguïté, et les Britanniques ont fait le choix de la quitter. Ces changements nous mettent face à nos responsabilités : nous ne pouvons pas nous contenter d'être attentistes. Mais comment réagir ? Pas par moins d'Europe. Ce serait une erreur si nous voulons maîtriser collectivement notre destin dans ce monde nouveau. Mais par **une « meilleure » Europe**, moins dispersée dans les détails, plus concentrée sur ses priorités et plus efficace. Et nous ne devons pas simplement en parler, nous devons nous donner les moyens d'obtenir des résultats concrets. Il y a bien sûr des domaines non-économiques : pour en citer quelques-uns, la défense et la protection des frontières, le changement climatique ou l'éducation et la formation des jeunes. Mais dans le domaine économique, il reste beaucoup à faire également. Nous avons trois grands

atouts en Europe : notre monnaie unique, notre marché unique et notre modèle social commun. Je souligne combien cette « *soziale Marktwirtschaft* » est une réponse aux débats du monde anglo-saxon : l'Allemagne, comme nombre de pays européens, montre qu'on peut allier le succès économique et la cohésion sociale, avec moins d'inégalités. Ce n'est donc pas le moment de « baisser le drapeau » européen, mais de construire plus activement sur nos atouts, y compris par une meilleure Union économique dont j'ai parlé.

J'ajouterai quelques mots sur le **Brexit**. Nous ne l'avons pas souhaité, mais c'est à l'évidence une mauvaise nouvelle d'abord pour le Royaume-Uni et son économie. J'observe que la victoire du Brexit a eu pour effet de faire passer la croissance prévisionnelle officielle britannique en dessous de celle de la zone euro, à 1,4 % seulement pour 2017. La priorité est d'en gérer les conséquences avec le moins de heurts possible et de réduire autant que possible les incertitudes. Le discours de la Première ministre britannique la semaine dernière a apporté certaines clarifications, mais il est important de rappeler un principe clair : le marché unique ne se divise pas ; l'accès au marché unique est inséparable du respect de ses règles. C'est toute la difficulté d'un simple accord de libre-échange comme proposé par Mme May, et il ne peut pas y avoir d'Europe « à la carte » (*cherry-picking*). La Chancelière allemande a légitimement rappelé le caractère essentiel de l'unité des 27 là-dessus.

**

Je voudrais pour conclure partager avec vous ma conviction. Face aux incertitudes américaines et mondiales, je souhaite que la zone euro puisse être une aire de stabilité relative et de croissance. Mais plus que jamais, la France et l'Allemagne ont besoin d'agir ensemble. Comme banquier central, notre responsabilité est de mener la meilleure politique monétaire pour la zone euro, conformément à notre mandat. Mais cette politique monétaire ne peut pas, ne doit pas, tout faire. Ma responsabilité c'est aussi de faire des propositions pour que les autres politiques économiques soient plus efficaces. J'ai esquissé quelques pistes devant vous avec ma conviction d'Européen, et je serai heureux de répondre maintenant à vos questions.