



Conférence à l'Université Waseda

Tokyo, 4 décembre 2017

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

« Les défis de l'ordre économique multilatéral :

quelles réponses européennes ? »

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

Mesdames et Messieurs,

C'est un plaisir d'être à Tokyo cet après-midi et de prononcer ce discours à l'université Waseda, dans ce magnifique amphithéâtre qui porte le nom de votre illustre fondateur. L'université Waseda est renommée pour la qualité de son enseignement et ses principes fondateurs – indépendance académique, application pratique des connaissances, éducation des citoyens – reflètent l'ambition éducative de cette institution. Je voudrais remercier chaleureusement le président Kaoru Kamata et le professeur Kazumi Shimizu pour leurs aimables discours de bienvenue. Vous avez tous deux vécu en France et avez conservé des liens étroits avec notre pays depuis lors. Ce n'est donc pas un hasard si l'université Waseda, sous la présidence de M. Kamata, illustre de façon active et remarquable les liens forts qui unissent le Japon et la France. Ce lieu est donc particulièrement bien choisi pour parler des défis de l'ordre économique multilatéral, d'autant plus que le Japon accorde une attention particulière à la coopération internationale. Ce sujet peut être examiné à deux niveaux : au niveau international et au niveau régional. Cet après-midi, j'évoquerai dans un premier temps le niveau international et la nécessité d'un multilatéralisme actif pour faire face à nos défis globaux. Je me pencherai ensuite sur le niveau régional. Je ne parlerai pas de l'Asie, mais je traiterai essentiellement de l'Europe, et de l'Union économique et monétaire.

**

I. La nécessité d'un multilatéralisme actif pour relever nos défis globaux.

Permettez-moi de commencer par mon premier point : la nécessité d'un multilatéralisme actif pour relever nos défis globaux. Nous devons nous efforcer de maintenir les règles du jeu collectives, à l'échelle internationale, et avec l'ensemble de nos partenaires. Dans le contexte actuel, la coopération internationale entre les pays est plus importante que jamais : il est essentiel de préserver l'amélioration de l'environnement économique mondial. En effet, la reprise mondiale s'est accélérée depuis 2016 : selon les dernières prévisions du FMI, la croissance mondiale devrait s'établir à 3,6 % en 2017, après 3,2 % en 2016, tandis qu'au Japon, la croissance du PIB en volume devrait se redresser pour atteindre 1,5 % en 2017, après 1,0 % en 2016. En outre, la croissance dans la zone euro devrait atteindre au moins 2,2 % cette année, reflétant une reprise économique robuste. Toutefois, deux risques majeurs menacent la croissance : l'instabilité financière et le protectionnisme.

S'agissant de l'**instabilité financière**, la hausse continue de l'endettement mondial public et privé depuis le début des années 2000, qui est passé de 190 % du PIB mondial en 2001 à 230 % en 2016, est devenue un sujet de préoccupation. C'est ce qui a entraîné la crise

de 2008, mais cette tendance ne s'est malheureusement pas ralentie depuis lors ; la dette privée des pays émergents (notamment la dette des entreprises) a augmenté de façon particulièrement rapide. Depuis les sommets du G20 de Londres et de Pittsburgh en 2009, **l'effort de réglementation** qui a été entrepris est sans précédent, notamment dans le secteur bancaire : en accroissant à la fois la quantité et la qualité des fonds propres de ce secteur, la réforme de Bâle III a considérablement renforcé la robustesse des banques ; de plus, elle permet désormais de mieux tenir compte des différents risques auxquels les banques sont exposées, grâce à l'introduction de deux nouveaux ratios de liquidité relatifs aux niveaux de trésorerie des banques. Je suis convaincu que nous allons conclure un accord équitable et raisonnable lors de notre réunion du GHOS de jeudi prochain. Cela serait très appréciable pour notre ordre financier international.

Mais au-delà de Bâle III, nous devons finaliser les mesures destinées aux non-banques. Nous devons assurer un équilibre entre les circuits de financement. La priorité s'est à présent reportée **de la solvabilité des banques**, qui s'est nettement améliorée, **vers la liquidité du secteur bancaire parallèle**, notamment les fonds et sociétés de gestion de portefeuille qui sont exposés à des risques de retraits massifs soudains sous l'effet de la panique. En outre, nous devons nous assurer que ce cadre réglementaire approuvé à l'échelle internationale est appliqué partout de façon cohérente. Une déréglementation unilatérale ne serait rien d'autre qu'un scénario perdant-perdant, qui entraînerait de graves conséquences pour la stabilité du système financier mondial – en ouvrant la voie à la prochaine crise financière – et pour l'environnement concurrentiel des banques américaines, japonaises et européennes.

Le second risque est lié aux **tendances protectionnistes**, notamment aux États-Unis. Nous, les Européens et les Japonais, main dans la main avec le Canada et d'autres pays ailleurs dans le monde, devons résolument défendre des relations économiques internationales basées sur des règles et des institutions multilatérales respectées de tous : leur dégradation freinerait les échanges et l'activité économique à l'échelle mondiale. Dans un discours récent, le Gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, a souligné « l'importance de la coopération multilatérale ». Pour reprendre ses mots : « Les économies doivent surmonter leurs propres intérêts réducteurs pour coopérer et se coordonner dans une perspective plus large [...]. Ceci requiert un cadre institutionnel efficace comme le FMI, les banques multilatérales de développement et le G20 »¹. Ces propos sont particulièrement pertinents dans le contexte actuel.

II. Des réponses régionales : le cas de l'Europe

Je vais maintenant aborder mon deuxième point : les réponses régionales, en prenant l'Europe comme exemple. L'Union européenne est un cas unique de coopération très avancée entre pays à un niveau régional. La coopération présente évidemment de multiples facettes, mais je voudrais aujourd'hui mettre l'accent sur trois atouts économiques et sociaux partagés par l'Europe : sa monnaie unique, son marché unique, et le modèle social qui lui est propre.

Trois atouts européens : sa monnaie unique, son marché unique et le modèle social qui lui est propre.

Premièrement, avec l'**euro**, nous partageons **une monnaie solide** qui est reconnue dans le monde entier. Permettez-moi de le dire d'emblée : l'Union monétaire peut être considérée comme l'un des plus grands succès de l'Europe. Comme vous le savez, la monnaie unique a été officiellement lancée en 1992, avec le Traité de Maastricht, et a été introduite en 1999. Mais Maastricht et l'euro font naturellement partie d'une histoire plus vaste : celle de l'Europe, et de sa réussite exceptionnelle pour passer de la guerre à la paix. En effet, l'euro nous a fourni un symbole fort d'unité entre les nations européennes. Il est vrai que l'on constate actuellement un certain euroscepticisme et une montée du populisme, mais une nette majorité de citoyens de la zone euro soutient aujourd'hui l'euro (à 73 % selon le dernier Eurobaromètreⁱⁱ). De douze au départ, le nombre de pays participants est passé à dix-neuf aujourd'hui. Sept pays supplémentaires ont décidé de rejoindre l'euro depuis 1999 – le dernier en date étant la Lituanie en 2015 – et aucun n'a souhaité le quitter. L'euro n'est pas une utopie technocratique : il s'agit d'une décision politique et démocratique, soutenue par une nette majorité de citoyens depuis maintenant vingt-cinq ans.

Le fait est que l'euro a déjà apporté des bénéfices concrets. Conformément à notre mandat, l'inflation a été maîtrisée. Le pouvoir d'achat des ménages en bénéficie directement et cela contribue à créer la confiance dans la valeur de la monnaie. Plaçons-nous dans une perspective historique. Sur les dix-huit années qui ont précédé l'introduction de l'euro (1981 – 1998), l'inflation a baissé progressivement, mais elle est restée à 4,6 % en moyenne, avec des écarts importants entre les pays. Sur les dix-huit années qui ont suivi cette introduction (1999 – 2016), l'inflation a été beaucoup plus stable, se situant à 1,7 % en moyenne, et les écarts entre pays se sont réduits. Par ailleurs, une meilleure maîtrise de l'inflation signifie un coût du financement plus faible, car elle réduit les primes de risque. Tous les acteurs économiques bénéficient des taux d'intérêt plus faibles : les ménages qui achètent un bien

immobilier, les entreprises qui investissent, mais aussi les États et donc les contribuables. De plus, l'euro a contribué à consolider le marché unique européen, en supprimant les fluctuations de change pour les entreprises, en simplifiant la vie quotidienne des citoyens et en favorisant l'intégration des marchés de capitaux.

Enfin, la taille économique de la zone euro et la stabilité de sa monnaie ont permis à l'euro de jouer un rôle important au niveau international. Aujourd'hui, l'euro représente 20 % des réserves internationales, au deuxième rang derrière le dollar des États-Unis. Avoir une monnaie reconnue au plan international procure des gains économiques : les marchés financiers sont plus attractifs pour les investisseurs nationaux et étrangers, plus liquides, et donc plus efficaces. Mais cela représente aussi un poids politique : quand Mario Draghi parle au G7 ou au G20, le monde entier écoute l'Europe avec attention, exactement comme lorsque Janet Yellen s'exprime au nom des États-Unis.

Globalement, la liste de ces bénéfices est impressionnante, surtout si l'on considère que l'euro n'a que dix-neuf ans. Qui plus est, nous sommes parvenus à cela malgré la crise financière mondiale, qui a provoqué la récession la plus profonde depuis trois générations, et malgré la crise de la dette souveraine dans la zone euro quelques années après. La solidité de la reprise économique dans la zone euro nous permet à présent de poursuivre une normalisation progressive de notre politique monétaire. Le 26 octobre, le Conseil des gouverneurs de la BCE, en divisant par deux le volume de nos achats mensuels nets d'actifs, a fait un pas décisif vers leur éventuel terme, tout en maintenant, avec tous nos autres instruments, l'orientation accommodante de notre politique monétaire à un degré élevé.

Deuxièmement, nous partageons en Europe un grand **marché unique**. Il supprime toutes les frontières intérieures et les obstacles réglementaires à la libre circulation des biens, des capitaux, des services et des personnes dans l'Union européenne. C'est un atout considérable qui nous appartient à tous – les 27 pays –, et ce n'est pas une coïncidence si l'accès au marché unique est au cœur du débat sur le Brexit. Nous ne pouvons préjuger de l'issue des négociations futures et nous ne voulons en aucune façon « punir » le Royaume-Uni. Mais nous devons respecter un principe de cohérence : l'accès au marché unique doit continuer d'aller de pair avec le respect strict de toutes ses règles. Il ne peut pas y avoir d'Europe « à la carte » (*cherry-picking*), ni de « passager clandestin » (*free-riding*). Pour le secteur des services financiers, cela signifie que l'on peut difficilement s'attendre à obtenir un passeport européen si l'on n'accepte pas les règles du marché unique.

Troisièmement, nous partageons un **modèle social** commun qui combine un haut niveau de service public, des inégalités relativement faibles –nettement moins fortes que dans la société américaine – et une forte intensité du dialogue social ; et ceci au sein d'une économie de marché. À l'heure où la mondialisation peut produire de nombreux laissés-pour-compte dans les économies avancées, où le débat à propos des inégalités revient au premier plan – et ce sont des défis réels derrière la vague populiste – ce n'est pas le moment de renoncer à notre modèle social. L'Europe et le Japon sont assez proches dans leurs choix.

Comment aller de l'avant : les quatre accélérateurs de l'Union économique.

Les atouts que j'ai présentés sont un acquis précieux pour l'Europe. Nous devons maintenant travailler activement à les développer, et ne pas nous reposer paresseusement sur nos lauriers. Je vais maintenant présenter quelques axes d'amélioration. En effet, nous avons clairement réussi à construire une Union monétaire, mais ce n'est pas suffisant. Il est temps à présent de réaliser des progrès concrets en matière d'Union économique, pour laquelle nous n'avons pas encore été très efficaces. Nous sommes d'accord sur le « **pourquoi** ». La politique monétaire ne peut pas tout faire et nous ne devons donc pas la surcharger. En outre, nous visons plus de **stabilité**, face au risque d'une prochaine crise qui trouverait la zone euro démunie, avec toutes ses répercussions politiques et économiques dommageables ; et plus de **croissance**, pour combler notre retard passé par rapport aux États-Unis et traiter enfin la maladie mortelle du chômage de masse en Europe. Pour ce qui est du « **quand** », nous avons manifestement une opportunité historique unique avec la reprise économique, le nouveau Président français et aussi des gouvernements stables aux Pays-Bas et, espérons-le, en Allemagne.

En ayant cet objectif présent à l'esprit, **comment** pouvons-nous concrètement avancer sur l'Union économique ? Il existe une condition préalable indispensable : la mise en œuvre des réformes nationales. Permettez-moi de souligner, en tant que banquier central indépendant, que le nouveau gouvernement français, sous la présidence de M. Macron, a déjà pris des mesures décisives dans cette direction. Une réforme du marché du travail de grande ampleur a été approuvée l'été dernier et a déjà été mise en application. Une réforme de la formation professionnelle et de l'apprentissage est attendue pour l'année prochaine. En outre, des mesures ont été prises afin de maintenir le déficit public au-dessous du seuil de 3 % du PIB. Pour la première fois depuis 10 ans, le déficit public devrait être inférieur à ce seuil en 2017 (2,9 %). Il va sans dire que ces efforts doivent être poursuivis à l'avenir. En outre, selon moi, il nous faut activer quatre accélérateurs:

- **un accélérateur macro** : une stratégie économique collective au sein de la zone euro. Cet accélérateur repose sur un constat simple : la croissance économique et l'emploi seraient plus élevés dans la zone euro si nous combinions davantage de réformes structurelles dans les pays où elles sont nécessaires, comme la France ou l'Italie, et davantage de relance dans les pays disposant d'une marge de manœuvre, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas. Pour parvenir à cette stratégie économique collective, les États membres doivent sceller un accord, qui pourrait être préparé et adopté dès 2018. Il pourrait être complété par la création d'un instrument de prêt pour la stabilisation, pour aider par des crédits les États membres confrontés à un choc asymétrique. Ceci pourrait faire partie d'un Fonds monétaire européen, à condition que ses missions soient élargies au-delà de l'actuel Mécanisme européen de stabilité.
- **un accélérateur micro** : c'est-à-dire une Union de financement pour l'investissement et l'innovation. L'objectif est de mobiliser les 350 milliards d'euros d'excédent d'épargne de la zone euro, notamment en faveur des fonds propres qui sont la clé d'une économie d'innovation, et de mettre en synergie, grâce à un pilotage intégré, le plan Juncker, l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire.
- **un accélérateur budgétaire**, une fois que nous aurons consolidé la confiance mutuelle entre les États membres et progressé vers davantage de convergence économique : le budget de la zone euro servirait à financer, au bénéfice de tous les pays, certains « biens communs européens » dont le numérique, la transition énergétique, la sécurité, et la protection face aux migrations.
- **un accélérateur institutionnel** : le quatrième accélérateur n'est pas sur le fond, mais serait plutôt un « facilitateur » des trois premiers. En termes d'institutions, il nous faudrait d'abord un ministre des Finances de la zone euro, président de l'Eurogroupe et membre de la Commission, appuyé sur un Trésor européen ; mais aussi une formation euro du Parlement, pour assurer la légitimité démocratique des institutions et des décisions. Mais cela ne fait sens que si nous progressons sur le fond ; sinon ce ne serait guère plus qu'un simple habillage de façade.

Les deux derniers accélérateurs, budgétaire et institutionnel, supposent des changements de Traités, sauf à n'être que très partiels. Cela ne doit pas nous empêcher de progresser dès à présent sur les deux premiers accélérateurs, pour remettre en marche l'Union économique. Ces accélérateurs contribueraient aux fonctions de la politique économique définies par Musgraveⁱⁱⁱ : allocation, stabilisation et distribution. La fonction d'allocation serait à l'évidence

le rôle de l'accélérateur micro, mais également celui de l'accélérateur budgétaire. La fonction de stabilisation pourrait être assurée principalement par l'accélérateur macro, mais également par l'accélérateur micro, grâce à l'amélioration du partage du risque privé et, peut-être aussi, par l'accélérateur budgétaire. Enfin, une éventuelle fonction de distribution pourrait revenir à l'accélérateur budgétaire, à condition que sa mise en œuvre ne crée pas une « union de transfert », qui ne profiterait qu'à certains pays.

**

J'aimerais conclure mon discours par une citation de Kazuo Ishiguro, à qui le Prix Nobel de Littérature 2017 a été décerné et qui est né au Japon : « Si vous imaginez que [...] vous êtes déjà arrivé à la perfection, vous n'atteindrez jamais les sommets dont vous êtes certainement capable »^{iv}. Ces mots pourraient s'appliquer à notre coopération internationale depuis la crise, tout comme à l'Union économique et monétaire européenne. Toutes deux sont des succès indéniables, et cela mérite d'être souligné. Mais cela ne devrait pas nous empêcher de progresser vers un meilleur fonctionnement de l'Union économique. Je suis fermement convaincu que nous pouvons réaliser des choses qui même aujourd'hui peuvent encore nous paraître inimaginables. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ « *The Global Economy and the Global Financial System: In an Era of Revival and Metamorphosis* », Discours prononcé à l'Institute of International Finance (IIF), Spring Membership Meeting, Haruhiko Kuroda, Gouverneur de la Banque du Japon, 9 mai 2017.

ⁱⁱ Commission européenne, Eurobaromètre standard 87, printemps 2017.

ⁱⁱⁱ Musgrave (R.) et Musgrave (P.), « *Public Finance in Theory and Practice* », McGraw Hill, 1989.

^{iv} Kazuo Ishiguro, *Les vestiges du jour (The Remains of the Day)*, 1989.