



Paris Europlace Forum financier international 2019 - Tokyo

28 novembre 2019

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr; +336 88 56 54 03).

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir d'être à nouveau à Tokyo avec vous, et avec mon collègue et ami, M. le gouverneur Kuroda. Le Forum financier international de Paris Europlace à Tokyo constitue désormais une tradition bien ancrée... même si le sujet abordé dans vos sessions est celui des « nouvelles frontières de la finance ». Dans mes remarques d'aujourd'hui, j'évoquerai les perspectives économiques en Europe et en France, avant de parler de la future architecture financière européenne après – et au-delà – du Brexit.

**

I. Les causes du ralentissement actuel en Europe et les réponses à y apporter

Initialement, les causes du **ralentissement européen** sont extérieures à la zone euro : l'incertitude géopolitique est incontestablement la plus importante d'entre elles ; elle est surtout d'origine humaine (« *man-made* »), c'est donc aux hommes d'y remédier. Nous assistons à un ralentissement significatif du commerce mondial en raison de l'intensification des conflits commerciaux. D'après le FMI, la perte de croissance mondiale qui en résulte pourrait atteindre jusqu'à 0,8 % l'an prochain principalement en raison d'effets indirects, au-delà des droits de douane : baisse de la confiance des chefs d'entreprise et de l'investissement, diminution de la productivité. De même, les rebondissements liés au Brexit ont généré de la volatilité sur les marchés et ont pesé sur l'investissement des entreprises. Les effets du ralentissement sont très forts sur la première économie de la zone euro, l'Allemagne, qui est très exposée au commerce mondial. Des **tendances structurelles** sont également à l'œuvre. On observe une tendance à la baisse de la croissance de la productivité – que certains considèrent comme « séculaire », tirant peut-être trop rapidement une conclusion sur le très long terme. En outre, le vieillissement de la population signifie que l'offre de travail diminue et que la croissance potentielle baisse. Grâce à la présidence japonaise du G20, les défis posés par la démographie sont désormais à l'ordre du jour.

La **politique monétaire de la BCE** a joué un rôle important pour soutenir la reprise dans la zone euro : d'après les estimations, son impact cumulé est de l'ordre de 2,5 pp sur la croissance, et entre 1 pp et 1,5 pp sur l'inflation au cours de la période 2014-2018ⁱ. En outre, 11 millions d'emplois ont été créés depuis 2013. En septembre, la BCE a introduit un nouveau paquet de mesures. Même si elle a suscité moins d'attention, la partie la plus innovante de ce paquet est le renforcement de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt dépendant de la situation économique. Subordonnée aux évolutions de l'inflation, elle jouera un rôle de stabilisateur automatique grâce aux ajustements de la courbe des taux et des conditions financières. En d'autres termes : ce qui importe, ce n'est pas seulement le **niveau** de nos taux directeurs à court terme qui, selon les anticipations des marchés – raisonnables me semble-t-il –, ne sont pas loin de leur point bas ; c'est aussi et surtout l'**horizon temporel** de nos mesures de politique monétaire.

Clairement, la politique monétaire sera d'autant plus efficace qu'elle n'est plus la seule partie à jouer (*only game in town*). Vous ne vous en rendez peut-être pas compte, mais la zone euro a plus de marges de manœuvre non monétaires que d'autres, bien qu'elle les sous-utilise. Elle a une **dette publique** (86 %) et un **déficit public** (– 0,5 %) plus faibles [que les États-Unis (104 % et – 5,7 %) ou le Japon (237 % et – 3,2 %) en 2018]. Cela suggère que la **politique budgétaire** devrait être pleinement mobilisée pour réagir à tout nouveau ralentissement. Les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient l'utiliser rapidement, d'autant plus lorsqu'ils souffrent, comme l'Allemagne, d'un choc asymétrique ; ceux dont la dette publique est élevée doivent rendre leurs finances publiques plus propices à la croissance – cette composante qualitative est ignorée – et laisser les stabilisateurs automatiques agir librement. Et l'Europe ne devrait pas hésiter à recourir éventuellement à sa capacité d'emprunt au niveau même de l'UE. En outre, la zone euro dispose d'un excédent d'épargne de plus de 300 milliards d'euros pour financer l'investissement. L'agenda de la croissance en Europe doit donner la priorité

absolue à une Union pour l'épargne et l'investissement durable en y ajoutant une Union bancaire plus forte ainsi qu'une Union des marchés de capitaux.

En novembre, la BCE a ouvert un nouveau chapitre de son histoire avec la nomination à sa présidence de Christine Lagarde, la quatrième personne à occuper ce poste. C'est une bonne occasion d'engager, comme elle l'a annoncé, une revue stratégique. J'aimerais évoquer plus particulièrement trois sujets en lien avec nos objectifs. Premièrement, concernant la définition de notre objectif principal de stabilité des prix, nous devons clarifier en particulier nos différents horizons temporels ainsi que notre engagement en faveur de la symétrie. Surtout, nous devons mieux communiquer avec les agents économiques – entreprises et ménages. Cela est essentiel pour leur permettre de mieux ajuster leurs anticipations d'inflation.

Deuxièmement, nous devons revisiter le deuxième pilier (monétaire) à la lumière des préoccupations pour la stabilité financière – qui augmentent. Les politiques monétaire et macroprudentielle sont habituellement guidées par un principe de séparationⁱⁱ. Mais en pratique, les outils macroprudentiels ont des limites, alors que nous avons considérablement développé notre boîte à outils monétaire au cours des dernières années. Par conséquent, il peut désormais être parfois pertinent de considérer que nos décisions de politique monétaire consistent à apporter l'orientation nécessaire pour respecter notre objectif de stabilité des prix tout en choisissant la combinaison d'instruments qui minimisent les risques pesant sur la stabilité financière. Cette coordination souple est plus prometteuse qu'une séparation stricte.

Enfin, comment intégrer le changement climatique à notre analyse de politique monétaire ? Cela affecte la stabilité des prix à long terme, ainsi que la valeur de notre collatéral, sans compter qu'« un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement »ⁱⁱⁱ fait partie de nos objectifs secondaires dans le traité de l'UE.

Concernant la stabilité financière, je souhaiterais ajouter quelques mots au sujet de **Bâle III**. L'accord conclu en décembre 2017 est la finalisation d'un effort réglementaire sans précédent et fructueux amorcé en 2009. Je le rappelle fermement : il s'agit d'un compromis équitable et raisonnable. Les États-Unis ont dû accepter la reconnaissance permanente des modèles internes dans d'autres juridictions alors que leurs banques ne les utilisent pas; et l'Europe et le Japon ont dû accepter une comparabilité accrue de ces modèles internes, ce qui a pu conduire à un relèvement de leurs exigences en fonds propres. Certains, à commencer par les banques elles-mêmes, contestent maintenant l'accord. Je voudrais prendre un engagement clair : l'accord de Bâle III est destiné à s'appliquer partout de manière cohérente, y compris bien entendu aux États-Unis. Ceux qui, où qu'ils soient, recommanderaient de ne pas transposer Bâle III céderaient à la tentation de l'oubli, dix ans après la Grande crise financière ; ils prendraient la responsabilité d'un accroissement des risques pour la stabilité financière, à un moment où ces risques sont déjà significatifs. Cela dit, soyez assurés que nous exigerons une mise en œuvre équitable et raisonnable en Europe, tenant compte des spécificités du secteur bancaire européen afin d'éviter toute conséquence indésirable en matière d'exigences en fonds propres.

II. L'économie française résiste bien, avec une croissance de 1,3 % attendue cette année

Malgré ce contexte plus sombre, l'économie française résiste bien, avec une croissance de 1,3 % attendue cette année, trois fois plus élevée que celle de l'Allemagne. Cette expansion est soutenue par une demande intérieure robuste. La hausse du revenu réel par habitant des ménages s'accélère nettement (de quelque 2 % en 2019), soit le rythme le plus rapide enregistré depuis 2007 ; elle est soutenue par les mesures de relance budgétaire et, dans une plus large mesure, par la vigueur des revenus du travail – 1 million d'emplois ont été créés au cours des quatre dernières années. De nombreuses réformes importantes

ont déjà été adoptées. Naturellement, beaucoup reste à faire pour lutter contre le chômage structurel, qui est encore trop élevé.

III. Au-delà du Brexit, construire une nouvelle architecture financière européenne

Le Brexit est, et demeure, une mauvaise nouvelle pour tout le monde, mais surtout pour l'économie britannique. Pour notre part, nous sommes prêts à toute éventualité : le secteur financier s'y est préparé. Même si un accord de retrait finit par être conclu, tous les aspects relatifs au commerce et aux services financiers resteraient à négocier en 2020. L'incertitude entourant le Brexit va donc se poursuivre.

Quoi qu'il en soit, le Royaume-Uni continuera de participer aux forums internationaux dans lesquels la coopération sera indispensable pour relever nos défis communs, y compris avec le Japon. À cet égard, je voudrais souligner la forte convergence entre la France et le Japon sur de nombreuses questions internationales, et notamment la défense d'un ordre multilatéral, la fiscalité, la régulation numérique et la finance verte. L'excellente coopération entre nos présidences respectives du G7 et du G20 cette année l'a démontrée de manière éloquente. Je salue également chaleureusement l'accord de coopération signé en juin dernier entre Paris Europlace et FinCityTokyo.

Nous devons à présent regarder **au-delà du Brexit**. Nous nous attendons à ce que l'architecture des services financiers européens, actuellement centrée autour de la City de Londres, adopte un modèle plus polycentrique. La place de Paris dispose d'atouts majeurs sur lesquels elle peut s'appuyer pour renforcer son rôle central dans cette architecture financière européenne post-Brexit. Premièrement, elle bénéficie d'un écosystème financier robuste : notre capitale est leader dans des activités essentielles telles que l'assurance vie et non-vie et la gestion d'actifs ; elle accueille quatre des huit banques d'importance systémique mondiale de la zone euro et deux des trois autorités européennes de surveillance – l'ESMA et l'ABE. Deuxièmement, Paris renforce sa position

de leader européen de l'innovation numérique. L'année dernière, l'ACPR a lancé un groupe de travail sur l'intelligence artificielle. Paris a également été un pionnier du développement de la finance durable. La création du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS) par la Banque de France à Paris en décembre 2017 a représenté une avancée décisive. En deux ans, cette coalition des volontés est passée de huit membres fondateurs à plus de cinquante membres issus des cinq continents.

**

Permettez-moi de conclure par une citation inhabituelle pour un banquier central, une phrase tirée d'un film d'animation de Hayao Miyazaki : « Nul n'a le pouvoir de changer son destin. Mais on peut choisir entre l'attendre ou aller au devant de lui. »^{iv} C'est exactement l'état d'esprit que nous devons adopter pour relever les défis de notre monde disruptif. Nous ne pouvons pas arrêter l'évolution de phénomènes comme la transformation numérique ou le changement climatique. Mais nous pouvons retrousser nos manches pour y faire face, ensemble et sur tous les continents. C'est le but d'un forum tel que celui d'aujourd'hui. Je vous remercie de votre attention.

Références

ⁱ Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint-Guilhem (A.) et Yiangou (J.), « *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20* », 2019, à paraître.

ⁱⁱ Discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, Conférence de la Chaire BdF/PSE, Paris School of Economics, à la Paris School of Economics, le 24 septembre 2019.

ⁱⁱⁱ Cf. l'article 127 du TFUE : « Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. Ces objectifs comprennent le « développement durable de l'Europe » et « un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement ».

^{iv} Princesse Mononoké (1997).