



New York – 18 avril 2016

DISCOURS EUROPLACE

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE

- En 2016, le monde en général, et l'Europe en particulier, connaît une période d'incertitudes : incertitudes liées à notre sécurité, avec la menace terroriste ; incertitudes politiques, avec le risque d'un « Brexit » et la crise des réfugiés ; et incertitudes économiques, avec le ralentissement de la croissance dans les économies émergentes, y compris la Chine, et une forte volatilité du marché en début d'année. Néanmoins, la reprise est en marche en Europe.
- Comme vous le savez probablement, une réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE va avoir lieu dans deux jours, je dois donc respecter la période de réserve sur les questions de politique monétaire. En revanche, je peux souligner le fait que, en réponse à une faible inflation et à un regain d'incertitude, l'Eurosystème, dont la Banque de France est membre, a pris des mesures décisives, et les pays européens ont mis en œuvre des réformes structurelles depuis le début de la crise.
- Ces efforts nationaux sont primordiaux, mais il nous faut aller plus loin et garantir une plus grande coordination : coordination afin de canaliser l'épargne vers les projets et les pays qui en ont besoin ; coordination des réformes elles-mêmes au niveau européen.

1/L'évolution des conditions économiques

- **[Diapositive 2]** La croissance économique en Europe s'est nettement redressée en 2015 et devrait encore se renforcer en 2016 et en 2017, notamment grâce au dynamisme des économies allemande et espagnole et, dans une moindre mesure, de la France et de l'Italie.
- La situation sur le marché du travail s'améliore et le chômage recule. Dans la zone euro, le taux de chômage est à son plus bas niveau depuis quatre ans, même s'il est encore trop élevé.
- En France, la croissance reste modérée. Elle a atteint 1,2 % en 2015, après 0,2 % en 2014, et devrait demeurer au moins à ce niveau en 2016 et en 2017. Cela dit, l'indicateur du climat des affaires¹ s'est amélioré tout au long de l'année, atteignant en janvier 2016 son niveau le plus élevé en quatre ans.

2/Les évolutions de l'inflation

- **[Diapositive 3]** En 2015, l'inflation a été proche de zéro dans la zone euro, c'est-à-dire bien en deçà de l'objectif de l'Eurosystème, soit un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. L'inflation est même entrée temporairement en territoire négatif, les prix enregistrant une baisse de 0,1 % en glissement annuel en mars. Toutefois, ce recul est essentiellement lié aux prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente ressortant à 1 % le même mois. Les prix du pétrole semblent avoir atteint un point bas, ce qui devrait permettre un retour de l'inflation en territoire positif courant 2016, et donc une baisse des taux d'intérêt réels et une plus grande efficacité de la politique monétaire.
- **[Diapositive 4]** La nouvelle série de mesures adoptées le 10 mars 2016 a accentué l'orientation accommodante de la politique monétaire de la zone euro. Ces mesures ont notamment la particularité d'être axées sur le

¹ INSEE: Indicateur de climat des affaires et de retournement conjoncturel

financement de l'économie réelle. La nouvelle série d'opérations de refinancement ciblées (dites TLTRO 2) devrait améliorer les conditions de financement à moyen terme pour les banques et encourager les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

3/ Les politiques structurelles

- En outre, la politique monétaire n'est pas la seule carte à jouer. Elle est soutenue par des réformes structurelles destinées à renforcer la croissance potentielle, en particulier dans les pays dont le taux de chômage est élevé.
- L'histoire a montré que des réformes ambitieuses pouvaient apporter une contribution durable à la croissance. La Suède, dans les années quatre-vingt-dix, et l'Allemagne, dix ans plus tard, ont toutes deux démontré que les réformes structurelles amélioraient les taux d'emploi, la croissance potentielle et la résilience de l'économie. Elles atténuent également la dualité du marché du travail, et offrent de plus grands débouchés aux nouveaux entrants sur le marché du travail, notamment aux jeunes. À la suite de graves crises, la Suède et l'Allemagne ont reconstruit leurs modèles économiques et ont donc été davantage en mesure de surmonter le récent ralentissement de l'activité.
- Plusieurs pays européens ont engagé des réformes majeures pour retrouver une croissance élevée et durable. Ces réformes sont particulièrement délicates lorsqu'il s'agit du marché du travail, mais elles sont nécessaires. Nous devons accroître la flexibilité du travail et réduire la dualité du marché du travail entre contrats permanents et contrats temporaires, qui est source à la fois de chômage structurel élevé et d'inégalités.
- Les réformes menées en Espagne en sont l'exemple le plus emblématique. Leurs résultats sont particulièrement impressionnants si l'on tient compte de la situation économique extrêmement difficile du pays

lorsqu'elles ont été mises en œuvre. Depuis début 2013, le taux de chômage en Espagne a diminué de quelque 6 points de pourcentage, et la croissance espagnole est actuellement l'un des principaux moteurs de la reprise en Europe.

- Contrairement aux idées préconçues, la France a également démontré par le passé sa capacité à relever le défi des réformes économiques et sociales. Dans les années quatre-vingt-dix, afin de préparer l'introduction de l'euro, la France a mené une politique de « désinflation compétitive » qui s'est révélée hautement efficace. Il convient de rappeler que, à la fin des années quatre-vingt-dix, la France connaissait le taux de croissance du PIB le plus élevé et le taux d'inflation le plus bas parmi les pays européens, et que son taux de chômage enregistrait des baisses significatives.
- Aujourd'hui, les réformes françaises vont dans la bonne direction, **[Diapositive 5]** en particulier le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité, qui renforcent la compétitivité de l'économie française. Une politique de simplification administrative, appelée « choc de simplification », ainsi qu'une nouvelle loi visant à soutenir la croissance économique et l'entrepreneuriat (« loi Macron ») sont également mises en œuvre afin de rétablir la confiance des entreprises. Mais nous n'avons pas encore terminé et un certain nombre de réformes doivent être complétées, en particulier sur le marché du travail : de nouveaux progrès seront réalisés, je l'espère, grâce au projet de loi en cours d'examen au Parlement.
- Enfin, dans la zone euro, la politique budgétaire est à présent plus équilibrée, un ajustement important ayant d'ores et déjà été réalisé. Des efforts structurels et une reprise de la croissance ont entraîné une réduction des déficits et une stabilisation du ratio dette/PIB.
- Ce dosage plus équilibré des politiques macroéconomiques offre l'opportunité de tester de nouveaux modes de réflexion et de renforcer la reprise par le biais d'une coordination économique plus étroite en Europe.

La marge de manœuvre des politiques économiques varie selon les pays européens, mais chacun d'eux doit utiliser celle dont il dispose pour améliorer la situation globale [**Diapositive 6**]. Les pays européens ont chacun consenti beaucoup d'efforts, mais à présent nous pouvons, et nous devons, faire plus pour coordonner les politiques axées sur la demande et les réformes structurelles au niveau européen. Pour cela, je souhaiterais faire deux propositions.

4/ Renforcer l'investissement

- Premièrement, nous devons améliorer le financement de l'investissement [**Diapositive 7**]. Nos efforts doivent se concentrer sur le financement de la croissance et de l'innovation et sur le dosage approprié entre les solutions de financement par endettement et par émissions d'actions, tout en continuant de préserver la stabilité financière et d'assurer la protection des consommateurs. Dans l'UE, la Commission européenne a lancé plusieurs initiatives pour atteindre ces objectifs, notamment le Plan d'investissement et l'Union des marchés de capitaux.
- Deuxièmement, nous devons nous attacher à supprimer les obstacles à l'investissement, en apportant de la visibilité et une assistance technique aux projets d'investissement et en utilisant plus intelligemment les ressources financières nouvelles et existantes. Le Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) est l'élément moteur du Plan d'investissement pour l'Europe. Il soutient les investissements stratégiques dans des domaines clés tels que les infrastructures, l'éducation, la recherche, l'innovation ainsi que le financement à risque des petites entreprises. En s'appuyant sur des garanties publiques limitées, il vise à générer des investissements privés pour un montant total de 315 milliards d'euros sur trois ans. Pour la première année, le Plan est parvenu à mobiliser quelque 76 milliards d'euros d'investissements en Europe.

- Le plan d'action du projet d'Union des marchés de capitaux, lancé en septembre 2015, a pour objectif de diversifier les modes de financement de l'économie de l'UE. Le but est de parvenir à un meilleur équilibre entre crédit bancaire et financement de marché. La France est précurseur dans ce domaine au niveau de la zone euro, les marchés finançant son économie à hauteur de 40 %. Diverses initiatives sont déjà en bonne voie, comme par exemple le cadre pour des instruments de titrisation simples, transparents et comparables ou la révision des exigences de fonds propres pour les investissements dans les infrastructures réalisés par les sociétés d'assurance.
- Le Plan Juncker et l'Union pour les marchés de capitaux doivent se compléter mutuellement et être complémentaires de l'Union bancaire, déjà en place, afin de faire pleinement sentir leurs effets en termes de croissance et d'investissement. Par conséquent, je préfère le concept d'une « Union pour le financement et l'investissement » à celui d'une « Union pour les marchés de capitaux », dans la mesure où cela reflète mieux l'objectif final qui est la croissance, grâce à une meilleure combinaison des instruments de financement, incluant les marchés de capitaux, mais sans s'y limiter.
- Des volumes d'épargne importants sont disponibles dans la zone euro et ceux-ci devraient être dirigés vers des actifs à long terme, ainsi que vers les projets et les pays qui en ont besoin. Des dispositifs innovants doivent être développés au niveau européen, tels que des fonds de capital-risque européens afin de soutenir la création et la croissance de nouvelles entreprises. La composition des investissements est également importante, dans la mesure où trop peu d'argent est consacré à la R&D et aux investissements à long terme. Nous devons également encourager le financement par émissions d'actions plutôt que le financement par endettement.

5/ Améliorer la gouvernance économique en Europe

- La seconde idée que j'aimerais partager avec vous a trait à la gouvernance économique en Europe. Je crois que nous devons progresser vers une zone euro plus intégrée sur le plan économique. Cela est primordial, que le Royaume-Uni demeure ou pas dans l'UE. Naturellement, je préférerais que ce pays reste membre. Mon point de vue n'est pas purement institutionnel. L'enjeu ici, ce n'est pas « plus de Bruxelles », c'est plus de croissance et d'emploi. En effet, les économistes estiment que le manque de coordination actuel entre les politiques économiques nationales a coûté aux Européens entre deux et cinq points de pourcentage de PIB depuis 2011. À la différence de la politique monétaire, l'objectif n'est pas d'intégrer totalement toutes nos politiques économiques au niveau européen mais de parvenir à une « pleine coordination » des politiques budgétaires et structurelles. Pour ce faire, nous devons avoir des objectifs économiques partagés et une véritable « stratégie collective » pour la zone euro, dans laquelle chaque pays a un rôle à jouer pour améliorer la situation de tous.
- Pour cela, il faut de la confiance fondée sur un pacte clair : des réformes nationales et, pas ou, une coordination européenne. Cette pleine coordination s'appuie également sur la mise en place d'une institution européenne forte et légitime : un ministre des Finances de la zone euro épaulé par un Trésor européen et soumis à une responsabilité démocratique plus grande. Ce ministre des Finances serait chargé de définir la stratégie collective, de surveiller sa mise en œuvre décentralisée par les États membres et de gérer les outils de gestion de crise. À plus long terme, il/elle pourrait également être responsable d'un budget commun.