



La politique monétaire de la BCE et la résilience de la zone euro¹

Université de Columbia, New York, 19 avril 2017

Discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

Je vous remercie de m'avoir invité à l'Université de Columbia et à sa *School of International and Public Affairs* (SIPA). L'excellence académique de l'Université de Columbia est connue de tous. Ce que l'on sait peut-être moins, c'est qu'il existe une relation privilégiée de Columbia avec la France et en particulier avec mon institution, la Banque de France. Permettez-moi de préciser dès le début que je ne ferai aucun commentaire sur les événements actuels en France et sur notre élection présidentielle : je rappellerai simplement qu'il y a deux tours, le premier dimanche et le second le 7 mai. Dans de tels moments, il convient tout particulièrement de regarder au-delà du présent et de se placer dans une perspective de long terme.

La Maison française a été créée sur le campus il y a cent ans. Votre département de français est l'un des meilleurs des États-Unis. J'ajouterai que la Banque de France a toujours suivi très attentivement et apprécié la production académique de Columbia, notamment deux concepts que j'utiliserai aujourd'hui : les travaux de Robert Mundell sur les zones monétaires optimales et ceux de Mike Woodford sur la *forward guidance*. Enfin, Patricia Mosser, qui est à présent *Senior Research Scholar* ici à la SIPA, a travaillé auparavant à la Fed de New York et plusieurs agents de la Banque de France ont eu le privilège de travailler avec elle au fil des années. Permettez-moi donc, Patricia, de vous remercier chaleureusement d'avoir organisé cette conférence sur la politique monétaire de la BCE et la résilience de la zone euro. En Europe, le processus de construction de l'euro est relativement bien connu, tandis que la politique monétaire de la BCE fait souvent débat. Aux États-Unis, il se pourrait que ce soit le contraire : la politique monétaire est souvent mieux comprise que le processus de construction de l'euro. Je vais par conséquent traiter successivement ces deux questions, avant d'aborder l'avenir et la nécessité d'agir en Europe.

¹ Je remercie P. Antipa, L. Py, T. Mouakil, F. Haas, Ph. Andrade, B. Mojon et M. Dujardin pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

1. L'euro a des fondements solides

Les fondements politiques

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 remarquable pour passer de la guerre à la paix. Dès 1946, Josef Müller, figure majeure de la résistance allemande au nazisme et fondateur de la CSU bavaroise, reconnaissait que : « nous avons besoin d'une monnaie européenne parce que les pays qui partagent une monnaie ne seront jamais en guerre ». De fait, 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 l'euro aujourd'hui**. C'est le cas dans tous les États membres en dépit des graves récessions économiques subies par certains pays. 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 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, avec le recul, par une nette majorité de citoyens depuis vingt-cinq ans.

Les fondements économiques et institutionnels

Nos fondations sont en partie politiques ; mais **l'édifice européen a également des bases économiques et institutionnelles solides**.

Dans le cadre d'une réflexion sur l'euro à l'Université de Columbia, le premier penseur qui vient à l'esprit est naturellement **Robert Mundell et sa théorie des zones monétaires optimales**, qui a été utilisée par de nombreux économistes pour analyser l'Union monétaire européenne et ses chances de succès. Mundell lui-même est resté un ardent défenseur de l'euro². Il a mis en avant plusieurs arguments théoriques pour répondre aux critiques – notamment l'intégration financière et la mobilité des capitaux – tout en reconnaissant que l'UEM demeure sous-optimale (comme, dans une certaine mesure, l'union monétaire américaine). Comme Mundell l'a déclaré en 2012 : *L'euro n'est pas seulement la cerise sur le gâteau pour le marché unique européen et l'Union européenne (UE), il est le ciment qui maintient la cohésion de l'Europe*.

Cela étant, un des arguments souvent avancés contre l'euro est qu'une monnaie ne peut pas exister sans un État. Il est vrai que la prérogative d'un gouvernement de battre monnaie a été

² <http://business.financialpost.com/fp-comment/robert-mundell-euro-is-here-to-stay>

progressivement acceptée comme un attribut essentiel de souveraineté, liant l'État à l'offre de monnaie ; mais en réalité, l'État peut manipuler l'unité de compte au profit de ses propres finances, par exemple en monétisant la dette, et ces manipulations ne sont pas toujours, c'est le moins que l'on puisse dire, dans l'intérêt de la population. En conséquence, il me semble que l'ingrédient essentiel de la stabilité monétaire n'est pas l'État mais l'indépendance et la crédibilité de l'institut d'émission : la banque centrale – et ce principe est fermement établi dans la zone euro, ainsi que dans le droit français pour ce qui est de la Banque de France.

Toutefois, pour sauvegarder notre indépendance, il faut davantage qu'une série de dispositions légales. Comme toute construction politique, l'euro prospérera si, et seulement si, les citoyens des États membres de la zone euro sont convaincus que l'Eurosystème remplit, année après année, son mandat qui consiste à préserver la stabilité des prix. C'est également la raison pour laquelle nous sommes soumis à des règles en matière de **responsabilité**, prévoyant des auditions régulières devant la représentation des citoyens de l'UE, à savoir le Parlement européen et les Parlements nationaux, ainsi que la publication des minutes de nos réunions et de nos résultats. En résumé, l'indépendance garantit que la BCE *puisse* agir conformément à son mandat. La responsabilité garantit que la BCE *agisse effectivement* conformément à son mandat.

Les bénéfices économiques de l'euro

Le fait est que **l'euro a déjà apporté des bénéfices concrets**. Permettez-moi d'en citer trois. Premièrement, 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 (1999 – 2016), l'inflation a été beaucoup plus stable, à 1,7 % en moyenne, et les écarts entre pays se sont réduits.

Deuxièmement, 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. Les écarts de rendement (« spreads ») peuvent réagir temporairement aux incertitudes politiques, mais rester dans l'euro constitue toujours notre meilleure protection contre ces fluctuations.

Troisièmement, 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. En outre, 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 mondiales, au deuxième rang derrière le dollar. 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-huit ans. Qui plus est, nous en sommes arrivés là 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.

2. Je vais maintenant vous parler de la politique monétaire : l'euro a réussi le test de résistance aux crises.

a. La politique monétaire

La gestion de crise est une réussite

L'Eurosystème a mis en œuvre **une stratégie de politique monétaire innovante et déterminée**, qui a contribué à stabiliser l'économie de la zone euro et à réduire les coûts des crises. Permettez-moi de rappeler brièvement ce que nous avons accompli. Comme vous, nous avons d'abord eu à faire face aux conséquences de la faillite de Lehman Brothers. Comme de nombreuses autres banques centrales, nous avons réagi rapidement en offrant de la liquidité en quantité illimitée aux intermédiaires financiers, en abaissant fortement le taux de nos opérations principales de refinancement et en fournissant des lignes de *swap* internationales. Il ne s'agissait toutefois que de notre premier défi. L'épisode Lehman a ouvert la voie à la crise de la dette souveraine dans la zone euro et à son amplification *via* le lien entre banques et émetteurs souverains. Pour contrecarrer ces forces centrifuges, nous avons notamment mis en place une fourniture de liquidité en quantité illimitée pour une durée de trois ans au taux de nos opérations principales de refinancement et contre une gamme élargie de garanties éligibles en décembre 2011. Pour preuve de la crédibilité de notre engagement à faire « tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro », selon les termes de Mario Draghi en juillet 2012, il a suffi d'annoncer notre programme d'opérations monétaires sur titres pour atténuer les tensions sur les marchés financiers.

Plus récemment, à partir de 2014, nous avons dû réagir face à un risque **de déflation** qui était lié à la conjonction de plusieurs facteurs : le ralentissement de la croissance mondiale, la chute des cours des matières premières et la faiblesse persistante de la demande intérieure. C'est pourquoi nous avons adopté un ensemble de mesures énergiques, comportant trois volets principaux : les

achats d'actifs, les indications sur la trajectoire future des taux (*forward guidance*) – deux mesures également mises en place par la Fed – et les taux d'intérêt négatifs. Le **programme d'achats d'actifs** – ou QE (assouplissement quantitatif) – a d'abord concerné des instruments de dette privés, puis également des titres du secteur public. Depuis avril 2017, et jusqu'à décembre 2017, les achats seront de 60 milliards d'euros par mois, contre 80 milliards auparavant. La mesure probablement la moins conventionnelle est l'utilisation de taux d'intérêt négatifs. Je souligne qu'il s'agit de la mesure la moins conventionnelle car pour la plupart des gens et dans tous les modèles économiques que je connais, les taux d'intérêt nominaux sont positifs. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris la décision d'appliquer des taux négatifs pour la facilité de dépôt en juin 2014 et de les réduire à leur niveau actuel de -0,4 % afin d'assouplir encore les conditions monétaires et financières. Peut-être précisément parce que ces mesures étaient si inhabituelles, elles nous ont aidés à convaincre les marchés que notre engagement en faveur de notre mandat était très solide. Cela étant, les taux d'intérêt négatifs ont des limites évidentes : ils sont difficiles à faire accepter par les ménages et les PME et donc, en pratique, il est impossible de les répercuter sur eux. De ce fait, beaucoup pensent qu'ils détériorent la rentabilité de l'intermédiation financière. Nous vérifions très attentivement que le maintien du taux de notre facilité de dépôt à son niveau actuel ne conduit pas les banques à réduire leur offre de crédit.

Quels effets de nos mesures ?

Je suis convaincu que l'ensemble de nos mesures non conventionnelles a fonctionné et fonctionne toujours. **L'inflation remonte progressivement** vers notre cible, qui est une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme : en mars 2017, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro était de 1,5 %. Elle ne s'élevait qu'à 0,2 % pour l'année 2016. **Les conditions financières se sont considérablement assouplies**. D'après notre évaluation interne, notre politique monétaire a contribué à une baisse des taux d'intérêt à long terme de 100 points de base environ. Cette évolution est très significative. En période normale, nous aurions eu besoin d'une baisse cumulée des taux d'intérêt à court terme de l'ordre de 3 %³ pour entraîner une telle réduction du taux d'intérêt à long terme. Nous avons également observé une baisse significative des taux débiteurs bancaires conjuguée à une hausse des volumes de prêts. Depuis mi-2014, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont baissé de plus de 100 points de base en moyenne dans la zone euro [cette baisse allant jusqu'à 130 points de base pour les prêts aux entreprises italiennes et le spread entre l'Italie et la France a diminué de 60 points de base entre janvier 2014 et février 2017]. Le rythme de croissance des prêts bancaires aux sociétés non

³ D'après la règle empirique qui avait été utilisée par John Williams, le président de la Fed de San Francisco.

financières est passé de -4 % fin 2013 à +2 % aujourd'hui. Les prêts bancaires accordés aux ménages sont également passés de taux de croissance négatifs à des taux de croissance positifs. En outre, **la reprise économique est en train de se raffermir et de se généraliser**. Au moment où je parle, nous enregistrons depuis quatorze trimestres une croissance régulière et 5 millions d'emplois ont été créés dans la zone euro depuis mi-2013, même si le chômage est encore trop élevé à 9,6 %. Cette reprise n'est ni assez rapide ni assez dynamique, mais elle a persisté en dépit d'un certain nombre de chocs mondiaux et nationaux. La croissance a été légèrement plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis en 2016, et ne devrait pas en être très éloignée en 2017.

Prochaines étapes pour la politique monétaire

Alors **que faut-il faire maintenant** ? À l'évidence, l'environnement macroéconomique actuel ne nécessite pas de recalibrage. **Notre orientation actuelle de politique monétaire demeure tout à fait appropriée sur la base des informations actuelles**, comme l'a souligné Mario Draghi, et ne devrait pas faire l'objet d'un ajustement avant l'apparition de signes plus concrets que l'inflation peut se maintenir à des niveaux plus proches de notre objectif. Pour l'avenir, s'agissant de la manière la plus appropriée de réduire l'intensité de notre orientation accommodante lorsque cela deviendra souhaitable, nous devrions à mon sens suivre deux principes : celui de la **prudence** et celui de l'**efficacité**.

Nous devons être prudents, car la reprise est encore fragile. Cela revient à se demander si l'ajustement de l'inflation vers notre objectif de taux inférieur à, mais proche de 2 %, se poursuivrait sans notre stimulus monétaire. Aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs de la BCE ne pense pas que ce soit le cas. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix du pétrole et des produits alimentaires, demeure inférieure à 1 % et devrait, selon nos prévisions, se redresser progressivement pour atteindre 1,8 % en 2019, compte tenu du rythme de hausse des salaires.

Nous devons également être efficaces, au sens où, parmi les différents instruments que nous avons mis en œuvre, nous devrions retirer en dernier les mesures les plus nécessaires pour garantir un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à notre objectif. Nous continuerons d'évaluer la situation avec un grand pragmatisme. Il n'y a pas, au sein du Conseil des gouverneurs, de clivage prédéfini entre colombes et faucons, comme on l'affirme parfois. J'ai la conviction que notre stratégie future, tout comme la stratégie actuelle, sera le résultat d'une discussion et d'une décision collectives.

b. Le cadre institutionnel

Parallèlement, le cadre institutionnel de la zone euro a été amélioré en réponse à la crise. Les États membres ont franchi des étapes essentielles pour le renforcement de la résilience de la zone

euro dans le futur. Avec l'introduction du **Mécanisme européen de stabilité** (MES) en octobre 2012, ils ont mis en place un puissant mécanisme de gestion de crise pour la zone euro. Avec sa capacité effective de prêt de 500 milliards d'euros, ce filet de sécurité donne aux pays de la zone euro en difficulté le temps nécessaire pour mettre en œuvre des mesures permettant de restaurer la viabilité des finances publiques, la compétitivité et la stabilité financière à moyen terme. Outre le MES, l'**Union bancaire** constitue une avancée majeure vers une plus grande intégration financière européenne et, donc, vers une union monétaire plus performante. Elle est désormais opérationnelle, et repose sur deux piliers. Le premier, depuis fin 2014, est le **Mécanisme de surveillance unique**. Il attribue à la BCE la responsabilité de la surveillance bancaire dans la zone euro, en coopération avec les autorités nationales de supervision, et il la charge de veiller à l'application cohérente de la réglementation dans la région. Le second pilier, depuis janvier 2016, est le **Mécanisme de résolution unique**. Il garantit que toutes les banques de la zone euro peuvent faire l'objet d'une résolution selon les mêmes règles et à coût minimal pour les contribuables et pour l'économie réelle.

Mais nous devons également considérer ce qu'il nous reste à faire. D'autres étapes importantes pour l'Union bancaire sont en cours de discussion, avec comme priorité l'achèvement d'un pilier efficient pour la résolution. De plus, des problèmes subsistent pour certaines banques, notamment celui des créances douteuses en Italie et au Portugal. Ces problèmes sont surmontables, mais il faut maintenant s'y attaquer sérieusement et rapidement. Pour autant, ne jugeons pas le secteur financier européen uniquement sur ses dossiers difficiles ou sur les établissements qui font partie du « wagon de queue ». Dans l'ensemble, le système bancaire de la zone euro est bien plus résistant aujourd'hui : s'agissant des fonds propres par exemple, le ratio de base de catégorie 1 des grands groupes bancaires de la zone euro est passé de moins de 7 % en 2008 à plus de 14 % aujourd'hui. Dans ce contexte, et dans le cadre de l'union bancaire, nous devons autoriser davantage de fusions transfrontières entre banques. Cela permettra aux banques de mieux orienter l'épargne, au-delà des frontières nationales, afin qu'elle se dirige là où se trouvent les besoins d'investissement. Et nous devrions, à l'évidence, préserver et finaliser la réglementation financière internationale des deux côtés de l'Atlantique. Nous avons tout à gagner d'une coopération en matière de réglementation. La concurrence dans ce domaine serait destructrice.

3. Comment je vois l'avenir de la zone euro : un appel à l'action.

Cela m'amène à la question de l'avenir de la zone euro. Pour être franc, je vois un avenir prometteur, si nous agissons. Il y a certes des défis aujourd'hui, aussi bien à l'échelle nationale – euroscepticisme et chômage – que mondiale – incertitude à l'Ouest (États-Unis et Royaume-Uni)

ainsi qu'à l'Est. Mais je suis convaincu que la réponse aux défis actuels n'est pas « moins d'Europe ». Moins d'Europe serait une erreur si nous voulons rester maîtres de notre destin commun. Cela étant, il existe des possibilités d'amélioration, pour parvenir à une « meilleure Europe ». Il y a vingt-cinq ans, nous parlions d'une « Union économique et monétaire ». Depuis, nous avons fait de l'Union **monétaire** une réussite, mais nous n'avons pas été très efficaces sur le plan de l'Union **économique**. Les performances économiques plutôt satisfaisantes, en moyenne, de la zone euro masquent encore des hétérogénéités individuelles. [diapo] Ainsi, d'abord et avant tout, certains pays, comme la France et l'Italie, doivent accélérer les réformes structurelles nationales afin d'améliorer le fonctionnement et la flexibilité de leurs économies. Et, soyons clairs, c'est dans notre intérêt national : la croissance économique et l'emploi dans notre pays sont actuellement plus faibles que chez certains de nos voisins, comme l'Allemagne, l'Espagne et les Pays-Bas, qui ont réussi à mettre en œuvre les réformes nécessaires.

Pour parvenir à une « meilleure Europe », nous devons compléter ces réformes nationales par ce que j'appelle le « triangle de croissance » [diapo]. Cela requiert, au niveau européen, deux projets concrets, en plus des réformes nationales : une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » ainsi qu'une stratégie économique collective.

Premier projet, dès à présent : une « **Union de financement pour l'investissement et l'innovation** », car la crise financière a conduit à une « pénurie d'investissement » persistante à l'échelle européenne. Et pourtant, ce n'est pas par manque de ressources : la zone euro affiche un excédent d'épargne de plus de 350 milliards d'euros, équivalent à plus de 3 % du PIB. C'est énorme. Plusieurs initiatives sont déjà en place : le Plan d'investissement de la Commission européenne (le « plan Juncker »), l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire qui est désormais en marche ; mais ces initiatives ne donnent pas suffisamment de résultats. Il est aujourd'hui nécessaire de les faire converger au sein de l'Union de financement pour l'investissement et l'innovation. L'Europe a besoin d'un meilleur partage du risque privé, afin de canaliser plus efficacement son épargne abondante vers l'investissement productif. Et le financement des entreprises par fonds propres, à travers les frontières de l'Europe, doit être une priorité. L'Europe est très en retard dans ce domaine : ce type de financement ne représente que 67 % du PIB dans la zone euro contre 125 % aux États-Unis.

Deuxième projet, sur lequel nous pourrions avancer après les élections françaises et allemandes qui vont avoir lieu cette année : une **stratégie économique collective en zone euro**. La croissance et l'emploi seront plus forts en Europe avec davantage de réformes structurelles là où elles sont une priorité – comme en France et en Italie – et davantage de soutien budgétaire ou salarial là où des marges de manœuvre existent – comme en Allemagne et aux Pays-Bas. En pratique, pour que cette stratégie économique collective puisse exister, la zone euro doit surmonter le sentiment actuel de méfiance ; il lui faut ce que j'appellerais « un contrat de

confiance ». C'est pour cela que j'ai proposé, après d'autres, la création d'une institution afin de renforcer la confiance, qui pourrait être un « ministre des Finances » de la zone euro.

*

Permettez-moi maintenant de conclure. Comme le disait Jacques Delors, président de la Commission européenne à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, « en Europe, il faut le pompier mais aussi l'architecte ». L'Eurosystème a été un pompier très efficace durant la crise, faisant de son mieux pour contribuer, dans le cadre de son mandat, à la construction d'une trajectoire de croissance plus dynamique dans la zone euro, par le biais de sa politique monétaire. Toutefois, le succès de la politique monétaire doit encore être complété d'une véritable union économique pour que le projet européen se réalise pleinement. C'est désormais la responsabilité des architectes, notamment des prochains gouvernements en France et en Allemagne.