



**Audition devant la Commission des affaires économiques et monétaires
du Parlement européen – 28 septembre 2016**

François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs les Députés,

Je vous remercie de m'accueillir dans cette enceinte, qui incarne la démocratie européenne. Je tenais à venir dialoguer avec vous dès ma première année de mandat. Je parle en outre devant vous deux jours après Mario Draghi. Je vais me concentrer en introduction sur un sujet qui nous est cher : l'avenir de l'Europe ; et, comme banquier central, je veux aborder cette question sous l'angle économique.

L'Europe actuellement ne va pas bien, en tout cas pas aussi bien qu'elle le pourrait. Huit ans après la crise, ses performances économiques restent décevantes. La reprise se confirme, mais elle est trop lente : même si les bons résultats de certains pays montrent qu'il n'y a aucune fatalité en Europe, la croissance plafonne globalement. Cela a des conséquences concrètes : le fléau du chômage continue de toucher plus de 21 millions de personnes ; 16 millions pour la seule zone euro. À cela s'ajoute un euroscepticisme croissant : la victoire du « Brexit » en a été l'emblème, même si elle a aussi des causes spécifiquement britanniques. Trop souvent, l'Union européenne n'est plus

perçue par ses citoyens comme une solution, mais comme un problème de plus face aux difficultés que nous avons à gérer. Et nous voyons nos divergences plus que nos convergences.

Pourtant, je crois que nous devons plus que jamais garder la fierté de notre identité européenne. Notre identité, c'est plus que notre histoire exemplaire de réconciliation, plus que la richesse de notre diversité. Notre identité commune, c'est un modèle social unique, qui combine un haut niveau de service public, et des inégalités relativement faibles – nettement moins fortes que dans la société américaine. Et ceci au sein d'une économie de marché : oui, la marque de l'Europe, c'est une économie sociale de marché. A l'heure où le sort des laissés-pour-compte de la mondialisation inquiète un peu partout dans le monde, ce n'est pas le moment de lâcher notre modèle commun, de baisser notre drapeau européen.

Mais cette ambition doit être lucide. Affirmer notre modèle social passe non par l'immobilisme, mais par une confiance retrouvée, et une croissance plus forte. Dans le domaine économique, ceci veut dire partir de nos deux atouts, et en tirer enfin le plein potentiel par trois projets.

Nous avons **deux atouts** majeurs en Europe :

- Nous avons construit un grand **marché unique**. C'est un formidable actif qui nous appartient collectivement. Ce n'est pas pour rien que l'accès au marché unique est au cœur des débats qui entourent le « Brexit ». Nous ne pouvons pas préjuger du résultat des négociations qui vont avoir lieu, mais l'accès au marché unique doit continuer à aller de pair avec le respect strict de toutes les règles habituelles de l'Union européenne : il ne peut pas y avoir d'Europe « à la carte » (*cherry-picking*), ni de « passager clandestin » (*free-riding*).
- Nous avons aussi construit une monnaie solide, **l'euro**, reconnue dans le monde entier. Les citoyens de la zone euro y sont très majoritairement attachés (à 68 %). Au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE, nous prenons très au sérieux le devoir qui nous a été confié

par le Traité de l'Union européenne : assurer la stabilité des prix, c'est-à-dire, en pratique, une inflation ni trop forte, ni trop faible, qui était le plus grand danger ces dernières années. Dans un monde d'incertitudes, la politique monétaire européenne est aujourd'hui un repère de stabilité. Et elle produit des résultats tangibles : soutien de la demande – pour 0,3 à 0,5 % par an –, et de l'inflation – nous devrions dépasser 1 % début 2017, et être à 1,6 % d'inflation en 2018. Mais si nous avons réussi l'Union monétaire, il reste beaucoup à faire pour l'Union économique. Et pour cette raison même, nous avons utilisé activement la politique monétaire, mais nous ne l'avons pas assez relayée par d'autres politiques économiques.

À partir de ces deux atouts, l'Europe de la croissance doit à mon sens avancer selon **trois projets** concrets, trois étapes :

Première étape : l'Europe a besoin, dès maintenant, de ce que je préfère appeler une véritable « **Union de financement et d'investissement** » (UFI), plutôt que seulement une « Union des marchés de capitaux ». 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. Pourtant, les ressources ne manquent pas : dans la zone euro, l'excédent courant, qui est une mesure de l'écart entre épargne et investissement, représente plus de 3 % du PIB. C'est considérable. On parle parfois de surabondance d'épargne (*savings glut*) pour qualifier ce phénomène. Je crois qu'il est plus juste de parler de pénurie d'investissement (*investment dearth*), car la solution pour combler l'écart entre les deux n'est pas de réduire l'épargne ; la solution est au contraire d'accroître l'investissement productif. L'insuffisance de l'investissement identifiée lors du lancement du plan Juncker reste en effet à peu près aujourd'hui de l'ordre de 2 % du PIB.

Pour bâtir cette UFI, il faut prendre appui sur les initiatives qui existent déjà : l'Union des marchés de capitaux bien sûr, mais aussi le Plan Juncker et

l'Union bancaire. Et il faut non seulement les additionner, mais en démultiplier l'impact par des synergies croisées. Il s'agit de mobiliser toutes les énergies – aujourd'hui trop cloisonnées entre Commission, BEI, voire BCE – dans la même direction : un grand marché européen de l'épargne et de l'investissement. Dans ce nouveau cadre, l'Europe pourra mener des actions plus ambitieuses. Je citerai deux exemples. D'abord, pour les **entreprises** : qu'elles aient la possibilité de se financer davantage par fonds propres plutôt que par endettement. Les fonds propres sont en effet le meilleur moyen de financer l'innovation, plus risquée par nature. L'Europe est en retard dans ce domaine : la part des fonds propres des entreprises représente 52 % du PIB en zone euro contre 121 % aux États-Unis, soit moins de la moitié. En pratique, cela implique notamment l'harmonisation des régimes de faillite des entreprises, et une information financière plus large et plus standardisée sur les PME. Deuxième action, sur le **secteur financier** : il faut permettre davantage de consolidations transfrontières au sein de la zone euro. Des banques plus largement européennes pourront mieux accompagner l'épargne au-delà des frontières nationales. Et pour réduire le lien excessif entre dette souveraine et secteur bancaire domestique, une solution pourrait être la création d'obligations synthétiques de haute qualité, à l'échelle de la zone euro (« European safe bonds »), à partir d'un portefeuille diversifié de titres de dette souveraine émis par les États membres. Ceux-ci resteraient seuls responsables de leurs émissions de dette et de leurs remboursements.

La deuxième étape pour la zone euro, c'est une **stratégie économique collective**. Quand chaque État agit de façon isolée, nous nous retrouvons inexorablement dans une situation sous-optimale pour tous. Nous nous accusons mutuellement d'être coupables des déficits au Sud, et des excédents au Nord... et du coup nos politiques économiques restent bloquées. Elles deviennent même otages de postures politiques simplificatrices. Mais la réponse ne passe pas par un stimulus budgétaire général, comme une mode récente semble le dire. Nous savons à

l'inverse que la croissance et l'emploi seraient plus forts en Europe avec une stratégie économique différenciée, qui combinerait davantage de réformes structurelles là où elles sont nécessaires, comme en France ; et davantage de soutien budgétaire là où des marges de manœuvre existent, comme en Allemagne. En pratique, pour que cette coordination existe, la zone euro a besoin d'une institution de confiance, qui incarne et qui fasse vivre l'engagement commun des États. Cette institution de confiance pourrait être un « Ministre des Finances », membre de la Commission et président de l'Eurogroupe, appuyé sur un Trésor européen. Il veillerait à la préparation de la stratégie collective, qui serait ratifiée par le Parlement européen, et à sa mise en œuvre par chaque pays. Il se verrait confier la gestion du MES (Mécanisme européen de stabilité) renforcé. Comme cette étape nécessite de changer les Traités, elle ne peut raisonnablement venir qu'après les élections qui doivent avoir lieu l'année prochaine dans plusieurs pays de la zone euro.

Enfin, la troisième et dernière étape serait l'achèvement de l'Union économique et monétaire grâce à une **capacité budgétaire européenne**. Elle suppose préalablement des progrès de la confiance entre États membres, pour ne pas être ressenti comme une « Union de transferts » à sens unique. Un vrai budget de l'euro serait un outil de stabilisation incluant par exemple un niveau européen d'assurance chômage. Il pourrait être aussi un outil de financement de certains « biens publics européens », comme le numérique, la transition énergétique ou l'intégration des réfugiés. À terme, ce budget de l'euro aurait la capacité directe de lever des impôts et d'émettre une dette commune.

Pour conclure, c'est en tant que banquier central et Européen convaincu que je vous ai présenté mes convictions pour l'avenir de l'Europe. Comme banquier central, la décision ne m'appartient bien sûr pas. La responsabilité qui est la mienne est de contribuer au sein de l'Eurosystème à une politique monétaire conforme au mandat qui nous a été confié, et de faire des

propositions pour que les autres politiques économiques soient plus efficaces, et plus complémentaires. Car la politique monétaire ne peut pas tout faire ; les fondateurs de l'euro n'ont d'ailleurs jamais caché que d'autres étapes seraient nécessaires. Je les ai esquissées devant vous, et je serai heureux de répondre maintenant à vos questions.