



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

" La bataille contre la déflation n'est pas terminée "

Le Figaro - 10 février 2016

Par Bertille Bayart, Jean-Pierre Robin et Marie Visot.

Le Gouverneur de la Banque de France défend, dans un entretien au Figaro, la politique de la BCE pour stabiliser la hausse des prix autour de 2 %, afin de favoriser la croissance et l'emploi. Il estime que la France, contrairement à ses voisins, ne se réforme pas assez pour combattre efficacement le chômage.

Le Gouverneur de la Banque de France appelle à une politique de réformes ambitieuses.

François Villeroy de Galhau a succédé le 1^{er} novembre dernier à Christian Noyer à la tête de la Banque de France. Le nouveau Gouverneur défend, dans un entretien au Figaro, la stratégie de la Banque centrale européenne (BCE).

Le Figaro : La zone euro connaît une reprise de sa croissance et l'inflation est de l'ordre de 1 % l'an si on excepte l'effet pétrole. La BCE n'exagère-t-elle pas les risques de déflation ?

François Villeroy de Galhau : Si on regarde les trois dernières décennies, les politiques monétaires ont mené deux batailles. L'une contre l'inflation trop forte, à partir des années 1980, et cela a été un succès. L'autre bataille, beaucoup plus récente, se livre sur le front de la déflation et elle n'est pas terminée. Dans les deux cas - inflation excessive ou insuffisante - l'issue de la bataille est liée à la crédibilité des banques centrales. Nous devons réunir trois conditions pour que ce soit une victoire. Tout d'abord, avoir une très grande continuité sur l'objectif, qui est pour la BCE comme pour beaucoup d'autres grandes banques centrales du monde, un taux d'inflation « inférieur à 2 % et proche de 2 % ». En deuxième lieu, disposer d'instruments efficaces, et nous les avons. Et, enfin, surveiller les éventuels effets pervers des mesures que l'on prend, et nous y veillons.

La très faible inflation observée actuellement n'est-elle pas avant tout la conséquence de la chute du pétrole ?

Même quand on considère l'inflation hors pétrole et alimentation, qui est de 0,9 % dans la zone euro et de 0,7 % en France sur les douze derniers mois, celle-ci est loin de notre objectif de 2 % à moyen terme. La question que pose le pétrole est de savoir si ses niveaux actuels mais également leurs éventuels effets « de second tour », sur les autres prix et sur les salaires, seront durables, et de nature à remettre en cause notre objectif à moyen terme. C'est précisément ce que nous examinerons dans les semaines et les mois à venir.

Une politique monétaire généreuse peut-elle être efficace si la faiblesse de l'inflation a de toutes autres causes que la monnaie?

Certes, d'autres facteurs que la monnaie jouent sur l'inflation, dont le pétrole. Mais les mesures monétaires ont toujours et partout une efficacité réelle pour réguler l'inflation, que ce soit pour la freiner ou la soutenir.

L'économie de la zone euro ne fonctionnerait-elle pas aussi bien si le taux d'inflation était durablement de 1 % au lieu de 2 %?

Notre mandat est la stabilité des prix à la consommation définie par une hausse proche de 2 %, et il faut défendre cet objectif dans les deux sens. Le risque de ne pas agir, de renoncer face aux forces déflationnistes, est trop grand. On sait ce qu'il en a coûté dans les années 1930 en termes de croissance et de chômage. Sans compter qu'une inflation trop faible rend très douloureux les nécessaires processus de désendettement. Nous sommes déterminés à tenir notre mandat.

Un an après la politique d'assouplissement quantitatif (quantitative easing, QE) et les achats de titres d'État par la BCE quel bilan tirez-vous?

L'achat de titres, publics principalement, au rythme de 60 milliards d'euros par mois, a effectivement commencé en mars 2015, mais la politique dite non-conventionnelle remonte en fait au printemps 2014. Selon les estimations convergentes de la BCE et des banques centrales nationales, grâce à ces mesures, le taux d'inflation aura augmenté de 0,5 % en 2016 et de 0,3 % en 2017 toutes choses égales par ailleurs.

Et en matière de croissance économique?

Pour la France, par exemple, cela a contribué à accroître la croissance de 0,3 % en 2015, l'Insee ayant même une estimation un peu supérieure (0,4 %). Cela représente un effet conjoncturel de + 80.000 emplois. Mais seules des réformes structurelles sont de nature à augmenter à long terme la croissance et les emplois d'un pays.

La croissance en France, justement, n'est-elle pas décevante?

La reprise se confirme en France et la croissance devrait être proche de 1,4 % cette année. Mais notre pays va moins bien qu'il ne le pourrait, et qu'il ne le devrait. Nous n'atteignons toujours pas le seuil d'une croissance d'au moins 1,5 % qui permettrait de faire baisser vraiment le chômage. Cela nécessite une politique de réforme plus ambitieuse, et plus continue. Nos voisins européens nous démontrent, par l'exemple, avec une croissance supérieure à la nôtre, les effets de réformes pragmatiques qui ne remettent pas en cause le modèle social européen. Outre l'amélioration en cours de la compétitivité du coût du travail, grâce notamment au CICE, nous devons avancer vite dans quatre domaines: l'apprentissage ; la stabilisation et la simplification de nos règles, y compris le droit du travail ; le développement de l'entrepreneuriat ; et la décentralisation du dialogue social vers l'entreprise.

Malgré le QE européen - et contrairement à ce qui s'était produit aux États-Unis - les Bourses chutent. Comment l'expliquez-vous?

Le but de la politique monétaire n'est pas en soi de soutenir les indices boursiers, mais d'atteindre notre cible d'inflation. Quand on compare les QE menés de part et d'autre de l'Atlantique, leurs effets sont à peu près comparables en termes d'inflation et de croissance. Par ailleurs, la volatilité des marchés boursiers est aujourd'hui excessive, face aux fondamentaux de l'économie réelle.

Les taux d'intérêt négatifs apparaissent à beaucoup comme étant contre-nature. La BCE a des taux négatifs de 0,3 % sur les dépôts que lui font les banques, lesquels atteignent 0,75 % en Suisse et au Danemark. La BCE peut-elle aller encore plus loin?

Contrairement à ce qui était dit il y a encore deux ou trois ans, l'expérience récente nous a appris que le zéro n'est pas une limite pour les taux directeurs des banques centrales. Les banques centrales ne sont donc pas démunies et ont à leur disposition toute une palette d'instruments de politique monétaire: les taux négatifs, mais aussi les achats de titres avec le QE, ou la

«forward guidance» qui éclaire les taux futurs. Nous en faisons usage, comme c'est notre devoir.

Existe-t-il une limite extrême aux taux négatifs?

Il faut noter que nulle part à ce stade, ni en Suisse ni dans la zone euro, il n'a été constaté de taux négatifs sur les dépôts des particuliers et des PME. C'est peut-être là que se trouve la limite pratique.

N'êtes-vous pas en train de créer des bulles sur les marchés et les prix de certains actifs?

Sur la Bourse, la correction des dernières semaines montre que cette crainte demeure théorique! Mais nous surveillons les choses de près en regardant notamment quatre indicateurs financiers: les taux réels sur les dettes souveraines, le volume du crédit bancaire, les marchés boursiers et l'immobilier. Tant au niveau de la zone euro qu'en France - où c'est le rôle du Haut Conseil de stabilité financière - ce cycle financier n'est pas au-dessus de sa moyenne historique. Si nécessaire, nous aurions des moyens dits «macroprudentiels» pour remédier aux excès, en imposant par exemple des limites aux achats immobiliers finançables par crédit.

Les banques sont-elles les victimes de cette situation inédite?

Il faut savoir raison garder. Il y a trois ans, on disait que la politique monétaire de la BCE était beaucoup trop accommodante et était faite pour aider les banques! Ne basculons pas dans le reproche inverse. Les banques françaises sont, rappelons-le, deux fois plus solides qu'elles ne l'étaient en 2007, avec un ratio de capital porté de 6 à 12 % de leurs risques pondérés.

Le contexte de taux bas n'est-il pas l'occasion de se poser des questions sur la rémunération de l'épargne?

Je crois effectivement le moment venu d'une réflexion d'ensemble sur notre épargne. En France et en Europe, celle-ci est abondante mais elle est trop orientée sur les produits sans risques et pas suffisamment sur le financement de l'économie. Le meilleur moyen de soutenir l'innovation est d'orienter cette épargne vers les fonds propres des entreprises. Aux États-Unis l'épargne des ménages investie de cette façon représente 120 % du PIB, alors qu'en Europe ce n'est que 50 % du PIB (et 65 % en France). D'où l'importance d'avoir abaissé le taux des PEL, à 1,5 % comme je l'ai proposé ; il faudra de même que les compagnies d'assurance-vie poursuivent la baisse de la rémunération des comptes en euros. Il faut parallèlement travailler à la création de nouveaux produits d'épargne à risque moins liquides, mais qui permettent aux épargnants de bénéficier du meilleur rendement des actions dans la durée, en veillant à la neutralité fiscale.

Vous avez signé lundi une tribune commune avec votre homologue allemand, Jens Weidmann. C'est une première...

Nous sommes garants de la stabilité de notre zone monétaire et, comme deux Européens engagés, nous avons voulu envoyer un message fort. Les problèmes nationaux sont lourds - les réfugiés en Allemagne, le terrorisme en France, ou le débat sur le Brexit - mais ce n'est pas le moment de renoncer à notre construction commune, au contraire. C'est ensuite aux dirigeants politiques de décider les mesures pour faire avancer la construction européenne.