



New York University – New York, 16 octobre 2019

Les causes du ralentissement européen et les réponses à y apporter

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr; +33 6 88 56 54 03).

Mesdames et Messieurs, chers étudiants,

Je suis très heureux d'être parmi vous aujourd'hui. Cher Thomas, les deux rives de l'Atlantique bénéficient de vos compétences en économie. L'enseignement de grande qualité que vous, étudiants, recevez ici, à la NYU Stern Business School, vous donnera les outils nécessaires pour comprendre et relever les défis d'ampleur mondiale. Aujourd'hui, dans mon discours introductif, je vais en évoquer un, le ralentissement actuel en Europe, et développer rapidement trois paradoxes : 1- les causes du ralentissement sont largement extérieures à la zone euro, mais ses effets sont très forts sur sa première économie ; 2- la polémique récente sur la politique monétaire a peu d'intérêt pour l'avenir ; 3- la zone euro a plus de marges de manœuvre non monétaires, mais les sous-utilise.

**

I. Les causes du ralentissement sont largement extérieures à la zone euro, mais ses effets sont très forts sur sa première économie

Les causes du ralentissement sont largement extérieures à la zone euro : l'incertitude est incontestablement la première d'entre elles; elle est surtout d'origine humaine (« *man-made* »), c'est donc aux hommes d'y remédier. L'intensification des tensions commerciales a entraîné un ralentissement significatif du commerce mondial [slide] : dans son dernier numéro des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI anticipe la croissance mondiale la plus faible depuis 2008-2009 [slide]. La perte de croissance mondiale due à la guerre commerciale pourrait atteindre jusqu'à 0,8 % l'an prochain, principalement en raison de ses 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 dans la croissance trimestrielle du Royaume-Uni, et ont pesé sur l'investissement des entreprises.

En dépit de ce contexte morose, l'économie française résiste bien, avec une croissance de 1,3 %, proche de son potentiel. Le pouvoir d'achat par habitant

devrait s'accélérer nettement en 2019 (2,3 %), soutenu par la vigueur des revenus du travail – 1 million d'emplois ont été créés au cours des quatre dernières années – et par la relance budgétaire. Mais, dans l'ensemble, la zone euro est durement touchée, principalement en raison du poids de l'Allemagne, dont la croissance s'établirait à 0,4 % seulement cette année. Bien évidemment, l'Allemagne est fortement spécialisée dans la fabrication de biens d'équipement et « surexposée » au commerce mondial – les exportations allemandes représentent environ 50 % de son PIB. Associés à un bouleversement radical de l'industrie automobile, ces phénomènes exercent sur l'économie allemande presque les effets d'un choc asymétrique.

II. La polémique récente sur la politique monétaire a peu d'intérêt pour l'avenir

Ces dernières années, la politique monétaire a joué pleinement son rôle en aidant l'Europe à faire face à la tempête. Je voudrais rendre hommage au capitaine de notre navire, Mario Draghi, dont le mandat va bientôt prendre fin. C'est grâce au leadership de Mario Draghi que nous avons protégé notre atout le plus précieux, l'euro, et préservé notre union monétaire. Grâce à sa détermination sans faille et à son engagement à faire « tout ce qui est nécessaire », nous sommes tous encore à bord.

Grâce à lui, l'Eurosystème a déployé une stratégie de politique monétaire accommodante et innovante. Au cours des cinq dernières années, la BCE a expérimenté divers instruments non conventionnels de politique monétaire ; et elle a eu un recours certes plus tardif, mais plus approfondi que la Fed ou la Banque d'Angleterre, à cette boîte à outils. Et les différents instruments peuvent influencer sur des parties différentes de la courbe des taux.

Cette politique a permis de soutenir la reprise économique dans la zone euro depuis 2013. Certains résultats positifs des dernières années ayant visiblement échappé à un récent mémorandum de la « vieille garde », je voudrais rappeler

ceci : les estimations de l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre depuis 2013 varient largement entre elles mais sont de l'ordre de 2,5 points de pourcentage pour la croissance et entre 1 et 1,5 point de pourcentage pour l'inflation au cours de la période 2015-2018. Alors que nous vivons une hausse de l'incertitude, le récent renforcement de notre *forward guidance* – qui est désormais fortement dépendante de la situation (*state-based*) – démontre notre détermination à atteindre notre objectif d'inflation. Nous prévoyons à présent que les taux demeureront à leurs niveaux actuels de – 0,5 %, ou à des niveaux plus bas, jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent **durablement** vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 %, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique de l'inflation sous-jacente. En outre, ce renforcement de notre *forward guidance* implique la prolongation en conséquence de la période des réinvestissements du stock très important d'actifs du QE – 2 600 milliards d'euros. Le mécanisme d'atténuation (*tiering system*) nous permettra de limiter les éventuels effets secondaires que les taux négatifs pourraient avoir sur la rentabilité des banques, ce qui est primordial pour préserver la transmission de notre politique monétaire par le canal du crédit bancaire.

La discussion au Conseil des gouverneurs de début septembre est maintenant derrière nous ; chacun s'y est exprimé légitimement – j'ai moi-même formulé mes propres réserves sur une partie du paquet de mesures – ; mais les décisions y ont été prises tout aussi légitimement, et elles clarifient les choses pour un bon moment. N'ayez aucun doute : nous sommes engagés, et l'ensemble du paquet sera mis en œuvre. Nous devons maintenant aller résolument de l'avant, avec trois éléments de consensus forts autour de Mario Draghi aujourd'hui et de Christine Lagarde demain : nous devons maintenir une politique monétaire accommodante face au ralentissement économique et à la faible inflation. Deuxièmement, un réexamen de notre cadre de politique monétaire sera tout à fait bienvenu. Et troisièmement, il est tout à fait souhaitable que la politique budgétaire prolonge maintenant ce soutien

monétaire, partout où cela est possible en Europe. Il est temps de tourner la page et de se tourner vers l'avenir.

III. La zone euro a plus de marges de manœuvre non monétaires que d'autres, mais les sous-utilise

La politique monétaire ne peut plus tout faire. Les banques centrales – y compris la BCE – ne peuvent pas faire de miracles. Ce paradoxe est douloureux ou prometteur... ou les deux : la zone euro dispose de plus de marges de manœuvre que les États-Unis ou le Royaume-Uni, mais elle a jusqu'à présent été beaucoup moins disposée à les utiliser et ce, pour deux raisons [slide].

1/ **La zone euro a une dette publique plus faible** (85 %) que les États-Unis (104 %) ou le Royaume-Uni (87 %) ; elle a les taux d'intérêt souverains les plus bas – ils sont souvent négatifs –, mais elle a beaucoup moins recours à la relance budgétaire. Elle devrait à présent exploiter ses marges de manœuvre budgétaires là où elles existent – notamment en Allemagne – pour favoriser la stabilisation cyclique et la croissance à long terme. Il est également possible d'augmenter les salaires dans les pays en situation de plein emploi et dont le solde extérieur est excédentaire. En outre, il est essentiel de choisir des dépenses de qualité, à commencer par l'investissement. À cet égard, je salue la création annoncée d'un fonds d'investissement néerlandais ayant pour cibles des projets dans les infrastructures, le numérique ou le changement climatique. Il pourrait représenter jusqu'à 7 % du PIB : il y a là matière à réflexion si l'on transpose cet ordre de grandeur à l'échelle européenne. La **dette privée** – qui représente 119 % du PIB environ – est également beaucoup plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis (148 %), au Royaume-Uni (152 %) ou au Japon (152 %). Mais bien sûr, l'environnement de taux plus bas sur une période plus longue (« *lower for longer* ») nécessite une vigilance accrue en matière de stabilité financière. Le FMI vient de le souligner dans son « radar » le plus récent, le dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde [slide]. De part et d'autre de l'Atlantique, nous devons accorder une plus grande attention aux non-banques et à la dette avec effet de levier, et ne pas hésiter à activer les

instruments macroprudentiels, et dépasser le vieux « principe de séparation » entre politique monétaire et stabilité financière : je préconise une coordination plus intelligente¹.

2/ En outre, la zone euro dispose d'une ressource abondante : 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**, afin d'atteindre deux objectifs majeurs, comme proposé dans le rapport « Next CMU », publié la semaine dernière par le Conseil Ecofin : (a) offrir des produits d'épargne qui répondent aux besoins des citoyens et allouer du capital à des investissements créateurs de valeur dans l'économie réelle, innovante et durable ; (b) construire/renforcer un marché européen des capitaux intégré, compétitif, profond et liquide pour permettre à l'UE de demeurer l'une des deux premières places financières du monde [slide]. Pour cela, il est grand temps de faire avancer résolument l'Union bancaire et l'Union des marchés capitaux : passons enfin des mots aux actes !

**

En conclusion, je voudrais citer l'un des membres fondateurs des États-Unis, Benjamin Franklin : "*we must, indeed, all hang together or, most assuredly, we shall all hang separately.*" (« il nous faut être solidaires, coude à coude, sans quoi nous serons pendus côte à côte »). Être solidaires, c'est exactement l'objectif que nous devons viser à l'intérieur de l'Europe – construire une Union plus intégrée – et à l'extérieur – œuvrer à un multilatéralisme renouvelé.

¹ Cf. Discours du 24 septembre à Paris School of Economics