



Conférence numérique à l'Université Bocconi – 14 mai 2020

La solidarité européenne à l'épreuve de la crise sanitaire

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr), Déborah Guedj
(deborah.guedj@banque-france.fr)

Mesdames et Messieurs, *cari professori e studenti*,

Je suis très heureux de partager ce moment avec vous. Et je tiens à remercier chaleureusement toutes les personnes qui ont rendu possible cette réunion virtuelle, en particulier le Recteur Gianmario Verona et le Vice-recteur Stefano Caselli, ainsi que Francesco Daveri. Pour moi, la Bocconi représente une source majeure d'influence en faveur de l'intégration européenne. Évoquons quelques uns des grands « *bocconiani* » qui ont joué un rôle fondamental dans la construction de notre union économique : de Luigi Einaudi – le père des pères de l'Europe – à mon ami Mario Monti. Je voudrais également rendre hommage à Tommaso Padoa-Schioppa, disparu il y a maintenant dix ans. Dans la période difficile que nous traversons, sa vision et sa capacité à traduire les idéaux européens en initiatives concrètes – comme l'euro – demeurent des sources d'inspiration.

Aujourd'hui, je m'exprime devant vous en tant qu'Européen engagé, banquier central, mais aussi en tant qu'ami de l'Italie. Je tiens avant tout à exprimer ma profonde solidarité : l'Italie, de même que la France, a été l'un des pays le plus durement frappés par la pandémie. Je suis également bien conscient des critiques à l'encontre d'une Europe qui aurait été trop lente ou réticente à apporter son aide. Aussi, mon sujet du jour est-il ambitieux, car j'aborderai la question du prétendu manque de solidarité de l'Europe. Je démontrerai tout d'abord qu'en réalité l'Europe – et l'Eurosystème en première ligne – ont su relever le défi pendant cette phase aiguë de la crise. Mais nous devons faire davantage et je présenterai ensuite les grandes lignes d'une stratégie de sortie efficace et collective.

I. L'Eurosystème en première ligne de la réponse européenne pendant la phase aiguë de la crise

Les mesures de confinement ont une incidence majeure sur l'économie européenne et sur l'économie italienne, qui, selon la Commission européenne, pourrait se contracter de 9,5 % en 2020. Face à cette crise sans précédent et

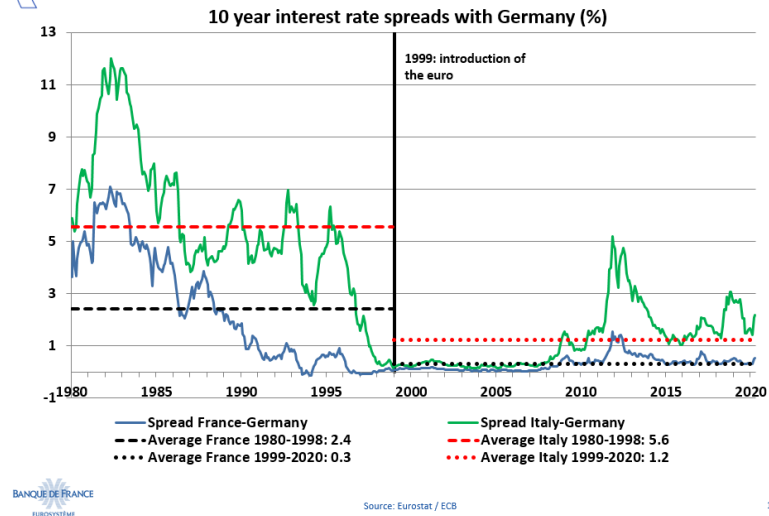
totalelement imprévue, les réponses apportées par les gouvernements européens – dont l'Italie – ont été immédiates et fortes.

Mais de part et d'autre de nos frontières, il existe une tentation commune de blâmer une Europe qui n'en ferait pas assez. En réalité, l'Europe agit, et plus que l'on ne le reconnaît. Le débat sur les « Coronabonds » a divisé les Européens, mais l'action monétaire exceptionnelle de la Banque centrale européenne (BCE) – qui est beaucoup plus significative – devrait nous rassembler.

Afin d'accomplir son mandat, l'Eurosystème a toujours été clair dans son engagement à assurer des conditions financières appropriées dans l'ensemble de la zone euro, et déterminé dans sa **lutte contre la fragmentation** au sein de la zone euro. Nous ne permettrons pas qu'une dynamique de marché défavorable entraîne des hausses injustifiées des taux d'intérêt dans certains pays, ce qui compromettrait la bonne transmission de notre politique monétaire commune. Pour le dire simplement : les rendements et les écarts de rendement ont une importance indéniable, même si nous ne cibons pas de niveau déterminé.

Par conséquent, et afin d'atténuer le risque d'une inflation encore plus faible, nous avons annoncé le 18 mars un programme d'achats d'urgence face à la pandémie de 750 milliards d'euros (PEPP). La mise en œuvre du PEPP est et restera flexible ; l'Eurosystème doit être davantage guidé par la dynamique du marché et les conditions de la liquidité que par un volume prédéterminé d'achats. Et l'Italie profite des avantages de l'intégration européenne dans la mesure où elle emprunte à un taux d'intérêt beaucoup plus faible qu'avant l'euro.

ITALY BORROWS AT A FAR LOWER INTEREST RATE (1/2)



Si les écarts de rendement des obligations souveraines italiennes étaient aussi importants que ceux enregistrés avant de rejoindre la zone euro – supérieurs de plus de 3 % à ceux constatés actuellement – l’Italie devrait supporter une charge d’intérêt supplémentaire de plusieurs milliards d’euros pour couvrir la nouvelle émission de dette de 2020, qui inclut les coûts de la pandémie de Covid. Si l’on applique cet écart à l’encours de la dette italienne, la charge d’intérêt supplémentaire s’élèverait à plusieurs dizaines de milliards d’euros.

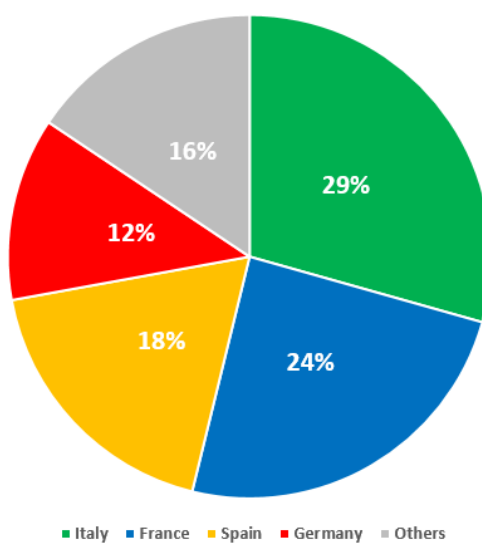
ITALY BORROWS AT A FAR LOWER INTEREST RATE (2/2)



En parallèle, la BCE a considérablement élargi ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III) afin de soutenir [la transmission du] crédit bancaire à l'économie réelle. Cela a été moins relevé, mais ces conditions favorables sont sans précédent, avec un soutien de la BCE désormais porté à 50 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt. Cette incitation en faveur du crédit réduira les coûts de financement des banques de plusieurs milliards d'euros par an. Le secteur bancaire italien – et par son intermédiaire, les entreprises et les ménages italiens – est le principal bénéficiaire des opérations de refinancement de la BCE avec près de 30 % du total de l'encours des opérations de crédit.

THE ITALIAN BANKING SECTOR – AND THROUGH IT, ITALIAN BUSINESSES AND HOUSEHOLDS – IS THE MAJOR BENEFICIARY OF ECB REFINANCING OPERATIONS

Distribution of the outstanding amount of refinancing operations
(30 April 2020)



Cela amène certains, dans d'autres pays, à aller jusqu'à prétendre que notre politique monétaire est conduite au profit de l'Italie : ils se trompent. La politique monétaire n'est pas conduite pour un pays en particulier, qu'il s'agisse de l'Allemagne, de la France ou de l'Italie. Le Conseil des gouverneurs prend ses

décisions de manière collégiale et indépendante, en tenant compte de la zone euro dans son ensemble. Cela dit, reconnaissons simplement que l'appartenance à l'Union monétaire a fourni à l'Italie un soutien financier substantiel dans cette crise. La BCE a efficacement travaillé pour l'Europe et pour l'Italie.

La semaine dernière, le Conseil des gouverneurs a pris note du jugement rendu par la Cour constitutionnelle allemande. Permettez-moi d'être tout à fait clair : nous demeurons résolus, comme l'a dit la présidente Lagarde ; par ailleurs, nous sommes pleinement engagés et déterminés à accomplir notre mandat conformément au Traité. Comme l'a dit la Cour de justice européenne, nos actions passées sont en effet proportionnées à ce mandat.

D'une manière plus générale – et en résonance parfois étrange avec la cour de justice allemande – j'entends dans nos deux pays des débats semant le doute sur (a) l'indépendance de la banque centrale – qui devrait être placée « sous contrôle politique » – et, (b) sur son mandat – qui devrait s'étendre au-delà de la stabilité des prix, pour inclure l'emploi ou la lutte contre la crise sanitaire. Critiquer ces deux piliers est non seulement sans objet, mais également dangereux.

- **Sans objet** : la BCE s'est montrée, dans son cadre institutionnel et en vertu de son mandat, active, innovante et réactive... plus encore que certaines institutions politiques. Portez atteinte à l'indépendance de la banque centrale et vous compromettez sa puissance et son agilité, qui sont précisément des atouts qui protègent une économie durant une crise.
- **Dangereux** : ces deux piliers, inscrits dans le Traité, constituent les fondements juridiques et démocratiques de notre légitimité et de notre capacité à agir – et pas seulement aux yeux des « Nordiques ». En outre, ils constituent le fondement de la confiance des Européens dans leur monnaie. Pour citer un seul exemple : l'Eurosystème ne peut pas annuler la dette publique, ni juridiquement, ni « fiduciairement » : le soupçon de prépondérance budgétaire donnerait lieu à

une défiance monétaire, comme observé par le passé et plus récemment dans certaines économies de marché émergentes. L'indépendance et le mandat de stabilité des prix ne font pas obstacle à l'action puissante de la BCE. Au contraire, ce sont ses deux meilleurs leviers. J'y reviendrai.

II. Quelles politiques européennes pour une sortie progressive de la crise?

S'agissant de la solidarité européenne, l'Europe aurait sans doute pu faire plus. Mais n'oublions pas que le verre est au moins à moitié plein, grâce au soutien majeur apporté par l'Eurosystème, mais également grâce au cadre SURE de la Commission européenne qui aide à préserver des emplois, et l'accord bienvenu conclu vendredi dernier sur des lignes de crédit non conditionnelles du MES [Mécanisme européen de stabilité] pour financer les dépenses de santé.

Penchons-nous à présent sur l'avenir. Et faisons-le ensemble : le Président de la République fédérale allemande a lancé un avertissement le mois dernier, « l'Allemagne ne pourra pas sortir de la crise forte et en bonne santé si ce n'est pas aussi le cas pour ses voisins »ⁱ. Bien sûr, la même chose s'applique, par exemple, aux Pays-Bas ou à l'Autriche : l'égoïsme d'aujourd'hui pourrait se payer au prix fort demain. Et permettez-moi de souligner l'importance cruciale des propos tenus, pas plus tard qu'hier, par la Chancelière Merkel : « Cela va nous inciter à faire davantage en matière de politique économique, afin de faire progresser l'intégration de la zone euro. Nous allons nous pencher sur cette question en lien avec ce qu'on appelle le Fonds de relance pour l'Europe ».

A. Nos objectifs communs : reprise et remise en état

1/ Soutenir la croissance durant la phase de reprise est un objectif commun à nous tous en Europe. En effet, il n'y a pas de solution miracle, et – en fin de compte – la dette héritée de la crise devra être financée par la croissance et par notre travail. Comme l'a souligné mon collègue et ami le Gouverneur Ignazio Visco, « des investissements suffisants dans l'éducation sont [...] nécessaires pour faire face à l'incertitude entourant les emplois et les qualifications qui

importeront dans le futur »ⁱⁱ. Cependant, face à un bouleversement aussi majeur que la crise du Covid, l'investissement au niveau national atteindra inévitablement ses limites. Confrontés à l'important déficit d'investissement et de croissance en Europe, nous devons mettre en place d'importants programmes d'investissement européens pour combler ce déficit tout en répondant aux priorités structurelles communes telles que le changement climatique, qui ne doit absolument pas devenir une victime collatérale de la crise, ou bien la transition numérique, qui sera encore davantage qu'avant **le** principal moteur de la productivité future.

2/ Préserver le marché unique tout en « remettant en état » les entreprises constitue notre deuxième objectif commun pour cette phase de reprise. Les gouvernements nationaux ont agi de manière appropriée lors de la phase aigüe, en adoptant des mesures d'urgence notamment pour apporter des garanties et un soutien en liquidité à leurs PME. Mais, comme ces dispositions devront être prolongées et transformées en mesures de solvabilité à long terme, des différences nationales pourraient créer une « inégalité de traitement ». Un marché unique – qui est dans l'intérêt de tous les États membres, à commencer par l'Allemagne – signifie des règles communes pour les entreprises : si ce n'est pas le cas, la divergence entre nos économies pourrait encore s'accroître, ce qui serait très regrettable. La solvabilité des entreprises européennes est notre défi commun, et appelle des solutions communes.

Se concentrer sur ces deux objectifs est plus important que de débattre des dettes publiques. Mais par souci de cohérence, permettez-moi de proposer deux principes fondamentaux pour ces dernières. Les dettes **existantes** sont, et resteront, de la responsabilité des gouvernements nationaux. Arrêtons ce débat stérile au sujet des Euro-obligations et de la mutualisation des dettes antérieures. L'assainissement budgétaire demeurera une obligation nationale – y compris en France – mais avec un calendrier approprié afin d'éviter un resserrement prématuré et procyclique des finances publiques. Par ailleurs, les

besoins de financement **futurs** liés à la « reprise et à la remise en état » doivent être le domaine naturel où s'exerce la solidarité financière européenne.

B. Nos instruments communs : conjuguer solidarité et responsabilité

Je suis convaincu qu'une « stratégie de sortie efficace et collective » doit conjuguer quatre piliers de la reprise européenne – : (i) un « plan de relance » ambitieux pour mettre en place une solidarité financière européenne, (ii) une clarification des règles budgétaires garantissant la responsabilité des États membres, (iii) une Union de financement pour l'investissement et l'innovation favorisant le « partage du risque privé », et (iv) une politique monétaire accommodante dans un contexte de faible inflation.

THE CORNERSTONES OF AN EFFECTIVE AND COLLECTIVE EXIT STRATEGY



a/ En ce qui concerne le premier pilier, un « plan de relance » ambitieux, le débat s'est concentré jusqu'à présent sur son **montant** – qui devrait être supérieur à 1 000 milliards d'euros, ce qui correspond à peu près à la perte attendue pour le PIB européen cette année – ou sur sa structure ; doit-il prendre

la forme de prêts ou de subventions ? Je vais répondre clairement : il doit allier les deux. Par conséquent, comme cela a été approuvé par le Conseil européen le 23 avril, il sera essentiel de combiner le Fonds de relance et le prochain cadre financier pluriannuel – qui doit être augmenté.

Mais parlons à présent du **contenu** de ce fond. Premièrement, il doit cibler des investissements qui génèrent un potentiel de croissance supplémentaire. Deuxièmement, il doit inclure une « valeur ajoutée européenne », avec des répercussions transfrontières positives. Le changement climatique, les technologies numériques, la recherche et le développement constituent de bons candidats si nous savons être sélectifs. Des institutions « techniques » telles que la Banque européenne d'investissement (BEI) pourraient se voir confier cette mission, et éventuellement « pari-passu » avec de l'argent privé. S'il s'agit d'un simple transfert de financements d'investissements déjà engagés au niveau national, cela n'apportera rien et nous pourrions même courir un risque de pertes, en cas de mauvaise sélection.

Au-delà de ce volet « reprise », un volet « remise en état » doit remédier aux problèmes de solvabilité croissants. La récente proposition française portant sur un fond de relance prévoit la possibilité de mettre en place un fond d'investissement pour injecter des capitaux dans des entreprises clés, notamment celles qui participent aux chaînes de valeur stratégiques européennes, telles qu'elles ont été identifiées par la Commission en novembre 2019. Par ailleurs, plusieurs économistes - notamment Elena Carletti, Professeur de finance à l'Université Bocconi - ont proposé la piste prometteuse d'un fond d'investissement européen temporaire pour la pandémie, (*European Pandemic Equity Fund*)ⁱⁱⁱ, qui pourrait être géré par la BEI. Celui-ci pourrait prendre la forme d'instruments hybrides, sans droits de vote mais avec une rémunération significative de l'investissement public, et une option de résiliation prédéterminée pour l'entreprise bénéficiaire. De plus, le fonds de relance pourrait comporter un outil spécifique pour racheter certains actifs auprès des banques.

b/ Une clarification des règles budgétaires. La contrepartie de la solidarité financière est la responsabilité des États membres. Les règles actuelles du PSC [Pacte de stabilité et de croissance] sont à la fois trop complexes et pas assez crédibles. Évidemment, il est nécessaire de maintenir les règles budgétaires – permettez-moi de le souligner, au risque d’être impopulaire – mais elles doivent évoluer vers davantage de clarté, une meilleure appropriation et un plus grand respect par les États membres. Le Comité budgétaire européen avance une proposition intéressante, celle de s’appuyer sur un plafond du taux de croissance des dépenses publiques primaires, nettes des mesures discrétionnaires concernant les recettes^{iv}.

c/ Progresser vers une Union de financement pour l’investissement et l’innovation. Les mécanismes de partage du risque privé, qui sont moins fréquemment considérés que les mécanismes publics, sont tout aussi importants et efficaces, comme nous pouvons l’observer aux États-Unis où les marchés de capitaux jouent un rôle plus important que les transferts budgétaires comme coussin entre États. Ici, la solidarité et la responsabilité se renforcent mutuellement. La zone euro dispose d’une ressource abondante, et rarement mentionnée : une épargne excédentaire par rapport à l’investissement, qui s’élevait à 360 milliards d’euros l’année dernière. Cette ressource est actuellement investie hors de la zone euro, même si nos besoins d’investissement potentiels sont importants.

Une meilleure allocation de l’épargne privée européenne nécessite des canaux de financement transfrontières plus efficaces – l’épargne ne se trouve pas toujours là où le besoin d’investissement apparaît – ainsi qu’une « transformation » plus efficace : les instruments d’épargne privilégiés sont souvent à court terme et sûrs, tandis que les besoins de financement sont souvent à plus long terme et plus risqués. Il faut combiner une Union bancaire plus efficace et une « Union des marchés de capitaux » pour constituer une véritable « Union de financement pour l’investissement et l’innovation ». Les

gouvernements européens sont tous d'accord sur le principe ; à présent, passons enfin des mots aux actes, pour apporter un coup de pouce privé important à notre stratégie de sortie collective.

d/ Maintenir une politique monétaire accommodante, dans un contexte de faible inflation – 0,4 % en avril dans la zone euro. La plupart des économistes considèrent ce choc comme déflationniste et s'attendent à ce qu'il le reste durant la phase suivante, la demande à l'échelle mondiale se redressant plus lentement que l'offre. Le FMI table sur des taux d'inflation de 0,2 % en 2020 et 1,0 % en 2021 pour la zone euro. Les prévisions de la Commission européenne sont globalement comparables. Je vous rappelle que notre objectif d'une inflation « inférieure à mais proche de 2 % » est à la fois **symétrique** et à **moyen terme** : il ne doit pas constituer un plafond, ni ignorer complètement les évolutions antérieures de l'inflation. Comme je l'ai dit, je reste farouchement fidèle à notre indépendance monétaire – et opposé à la prépondérance budgétaire – ainsi qu'à notre mandat axé sur la stabilité des prix. Mais dans le contexte actuel, ce mandat n'empêche pas d'agir : au nom même de notre mandat, nous devons probablement aller plus loin et maintenir des taux d'intérêt bas et des liquidités abondantes pendant plus longtemps. L'indépendance n'empêche pas non plus la coopération. Au contraire, plus l'Union économique est forte – notamment dans ses composantes budgétaire et financière – plus l'action monétaire sera efficace. Prenons l'exemple de la Réserve fédérale aux États-Unis qui peut compter sur un solide dosage entre politique budgétaire et politique monétaire (*policy-mix*).

Au cours des vingt dernières années, la zone euro a essentiellement progressé durant les crises. Elle est confrontée aujourd'hui à un autre moment de vérité. Tel un fil conducteur, illustré par le célèbre « tout ce qui est nécessaire » de Mario Draghi en 2012 (« *Whatever it takes* »), on retrouve l'engagement sans limite de la BCE envers l'euro. Alessandro Manzoni, l'un des plus grands

milanais, écrivait en 1815 : nous ne serons pas libres si nous ne sommes pas unis ^v (« *Liberi non sarems se non siam uni* »). Aujourd'hui, nous Européens, nous ne serons pas maîtres de notre propre destin si nous ne sommes pas unis. Il nous faut à présent surmonter la « *malinconia* » actuelle et relever nos défis non pas avec crainte ou méfiance, mais avec fierté. Fierté à l'égard de ce que nous avons déjà accompli et fierté à l'égard de l'avenir que nous voulons façonner. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Allocution télévisée du Président fédéral Frank-Walter Steinmeier sur la pandémie de coronavirus au Château de Bellevue, le 11 avril 2020.

ⁱⁱ « *Education in the digital world* », discours d'Ignazio Visco, Gouverneur de la Banque d'Italie, Centesimus Annus Pro Pontifice Foundation – Septième réunion de consultation « *Ethos, Education and Training: Avenues toward equality and ethical behaviours in the digital era* », Université catholique du Sacré Cœur, Milan, 31 janvier 2020

ⁱⁱⁱ Arnoud Boot, Elena Carletti, Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahnén, Lorian Pelizzon, Marti Subrahmanyam, « *Corona and Financial Stability 4.0: Implementing a European Pandemic Equity Fund* » 25 avril 2020, Vox, CEPR Policy Portal.

^{iv} Comité budgétaire européen (2019), "Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation", août, Bruxelles. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules_en.pdf

^v Alessandro Manzoni, dans *Proclama di Rimini*, 1815.