



Séminaire à la Banque du Portugal – Lisbonne, 22 février 2019

Les défis de la zone euro à l'aube de 2019

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France ⁱ

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Mesdames et Messieurs,

C'est un réel plaisir pour moi d'être avec vous à Lisbonne – *Cidade da Luz e Rainha do Mar* [ville de lumière et reine de la mer] – le premier pont entre l'Europe et l'Asie grâce à l'audace de vos *descobridores* [explorateurs]. Aujourd'hui encore, grâce à ses réformes courageuses, votre pays est un exemple inspirant de reprise économique. Je remercie chaleureusement mon ami et collègue, Monsieur le Gouverneur Carlos Costa, pour son invitation. Avant de parler des défis pour 2019, je commencerai mon intervention sur une note plus positive, cette même année marquant le 20^e anniversaire de l'euro, dont je vais évoquer le succès.

**

I. Le succès de l'euro s'est construit sur trois piliers plus indispensables que jamais

Que l'euro soit un succès, peu d'entre nous aujourd'hui en doutent. Il est plus intéressant de revenir sur les raisons mêmes de ce succès, construit à mes yeux sur trois piliers originels : le **mandat** de l'Eurosystème qui est la stabilité des prix ; le **moyen** au service de ce mandat, à savoir l'indépendance ; et l'**esprit** guidant son action : l'intérêt général européen.

A. Le mandat : la stabilité des prix

L'Eurosystème a un mandat très clair qui lui a été confié par les Traités européensⁱⁱ : son principal objectif consiste à « maintenir la stabilité des prix », c'est-à-dire éviter des périodes prolongées d'inflation excessive – celles des après-guerres allemandes – ou de déflation – celle de l'après crise de 1929 – qui ont toujours des effets négatifs sur l'économie. Certains observateurs préconisent encore un « double mandat » qui viserait à la fois l'inflation et la croissance ou le plein emploi, comme par exemple celui de la Réserve fédérale. Mais cela aurait été hors de portée politique au regard de l'expérience traumatisante de certains pays européens en matière d'inflation. Par ailleurs, je voudrais rappeler deux éléments :

- la stabilité des prix doit être maintenue « à moyen terme ». Comme le souligne notamment F. Smets, il existe une « équivalence entre la longueur de l'horizon de politique monétaire et le poids sur la stabilisation de l'écart de production »ⁱⁱⁱ et, donc, sur l'emploi.
- comme énoncé dans le Traité, « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix », l'Eurosystème soutient « les politiques économiques générales de l'Union ».

Permettez-moi d'ajouter que, plus le mandat est précis et ciblé, plus forte peut et doit être l'*accountability* (« rendu-compte ») des résultats de la BCE. Or, les défenseurs d'un mandat plus large sont aussi souvent ceux qui critiquent le plus l'insuffisante *accountability* de la BCE, au prix donc d'une réelle incohérence.

Dès 1998, la BCE a donné une définition quantitative de la stabilité des prix, qu'elle a précisée en 2003 : maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à mais proche de 2 % à moyen terme. D'autres grandes banques centrales, comme la Fed et la Banque du Japon – en 2012 et 2013 respectivement –, ont suivi la BCE et adopté également la même cible de 2 % pour l'inflation. C'est une remarquable «convergence conceptuelle^{iv} ».

Au regard de notre mandat, les résultats sont tangibles [**slide 1**]. Au cours des vingt années qui ont précédé l'introduction de l'euro (1979-1998), l'inflation s'est établie à 4,9 % en moyenne en zone euro, contre seulement 1,7 % au cours des vingt dernières années. Ensuite, une meilleure maîtrise de l'inflation signifie un coût du financement plus faible, car elle réduit les primes de risque : les différentiels de taux d'intérêt et les écarts entre les pays (*spreads*) ont ainsi nettement baissé [**slide 2**]. Le *spread* entre la France et l'Allemagne est passé de 1,9 % en moyenne sur la période 1986-1993 – celle du marché unique sans la monnaie unique, entre l'Acte unique européen et Maastricht –, à 0,4 % sur la période 2017-2019. Le *spread* entre le Portugal et l'Allemagne a baissé de 5,5 points de pourcentage au cours de la même période.

Par ailleurs, sur le plan de la croissance [**slide 3**], et contrairement à une perception erronée assez répandue, le PIB par habitant de la zone euro a progressé presque aussi rapidement que celui des États-Unis depuis l'introduction de l'euro. Il a augmenté de 1,1 % par an en moyenne entre 1999 et 2017, contre 1,2 % aux États-Unis ; l'écart ne s'est creusé que temporairement durant la crise européenne de 2011-2012.

B. Le moyen : l'indépendance

Comme nous le savons tous, de nombreux travaux universitaires, confortés par les résultats empiriques, plaident fortement en faveur de l'indépendance des banques centrales depuis la « Grande inflation » des années 1970^v. Pour autant, l'indépendance reste contestée dans nos démocraties. Des deux côtés de l'Atlantique, les gouvernements aujourd'hui les plus critiques de l'indépendance sont ceux-là mêmes qui en démontrent le plus la nécessité : leurs politiques budgétaires non soutenables, s'il n'y avait l'ancre d'une Banque centrale crédible, menaceraient en effet la stabilité des prix. **L'indépendance ne sert pas à protéger les banquiers centraux ; elle sert à protéger les citoyens et la confiance collective dans la monnaie.** Pourtant, l'indépendance **ne vaut qu'au regard d'un mandat précis** – la stabilité des prix – et en conséquence **d'une *accountability* forte des résultats** (« rendu-compte »), devant les citoyens et leurs représentants : chaque année, le président de la BCE est auditionné à quatre reprises par le Parlement européen et donne huit longues conférences de presse (contre quatre pour la Fed jusqu'en 2018). La BCE doit parallèlement écouter de plus en plus les acteurs économiques et sociaux.

Au-delà du droit, l'indépendance s'ancre par les hommes qui l'incarnent : successivement depuis 20 ans, Wim Duisenberg, Jean-Claude Trichet et aujourd'hui Mario Draghi. Je parlerais volontiers de triple indépendance : par rapport aux gouvernements nationaux bien sûr, mais aussi par rapport au court-termisme des médias ou des marchés financiers, et enfin par rapport aux camps bien établis (faucons ou colombes) ou aux écoles académiques, même si chacun d'eux avait un solide bagage économique. Ils ont donc su

innover avec pragmatisme : quand Jean-Claude Trichet traite le risque de liquidité bancaire avec le Fixed Rate Full Allotment en 2008, ou décide les premiers achats de titres avec le programme SMP en 2010 ; et, bien sûr, quand Mario Draghi prononce son désormais célèbre « Whatever it takes » en juillet 2012 ou amplifie les instruments non conventionnels à partir de 2014.

C. L'esprit : l'intérêt général européen

Ces trois hommes ont aussi porté l'esprit européen, par leur culture et leurs convictions. Loin d'être une construction technocratique, l'euro a en effet été au départ un projet politique : voulu, entre autres, par Helmut Kohl, Jacques Delors et François Mitterrand en parallèle à la réunification allemande [slide 4]. Et il est soutenu aujourd'hui par **75 % des citoyens de la zone euro**, le plus haut niveau depuis 2003, et même 77 % des Portugais et 81 % des Allemands. Ce soutien populaire constitue notre plus grand succès et notre plus grand atout. Et il prouve que **l'Europe est populaire dès qu'elle cesse d'être abstraite, pour s'incarner dans des projets concrets.**

Mais depuis vingt ans, la zone euro a essentiellement progressé dans les crises : la création du Mécanisme européen de Stabilité pour aider les États membres en 2012, apportant un soutien, entre autres, au Portugal ; ou l'Union bancaire en 2014, en réponse aux crises espagnole ou irlandaise. Alors que la dernière crise financière s'éloigne, l'intérêt général européen s'est affaibli aujourd'hui. C'est très grave : en 2017 et 2018, alors que l'on pouvait considérer que le cycle économique était au beau fixe, nous, Européens, n'avons pas su réparer le toit. Et ceci m'amène aux défis pour 2019.

II. Nos défis face aux incertitudes de 2019

A. Un ralentissement et non une récession

Un mot tout d'abord sur la conjoncture économique. À l'échelle mondiale, l'activité décélère nettement, mais nous ne nous dirigeons pas vers une récession. Selon le FMI, la croissance mondiale pourrait s'établir à 3,5 %

en 2019, après 3,7 % en 2018. La principale explication à ce ralentissement est la hausse de l'incertitude générale en raison des risques géopolitiques, à commencer, au niveau mondial, par les tensions commerciales provoquées par l'Administration américaine et en Europe par la perspective d'un Brexit dur, très dommageable mais malheureusement de moins en moins improbable. L'incertitude affecte la confiance des chefs d'entreprise et peut impacter l'investissement en favorisant un comportement attentiste [slide 5]^{vi}. Par exemple, en France, les anticipations des entreprises du secteur manufacturier relatives aux perspectives économiques globales ont commencé à baisser plus tôt et plus fortement que leurs anticipations concernant leur propre production. Et aux États-Unis, on observe une divergence entre des données d'enquêtes plus faibles, comme l'indice ISM du secteur manufacturier, et des données solides toujours en hausse sur la production industrielle. Par conséquent, restaurer la confiance devrait être la priorité. La responsabilité en incombe aux dirigeants politiques : le meilleur antidote au ralentissement actuel est la réduction des risques géopolitiques, plutôt qu'une modification des politiques économiques.

L'économie française ralentit, mais de façon moins marquée que dans d'autres pays européens, en raison de la hausse du pouvoir d'achat et d'une demande intérieure robuste. En 2019, la croissance de la France devrait être supérieure à celle de l'Allemagne et proche de la moyenne de la zone euro. Au-delà de la demande intérieure, le deuxième pilier de la capacité de résistance européenne devrait être l'intensification des réformes nationales. J'aimerais prendre ici l'exemple de la reprise portugaise depuis 2014, après une crise sévère et de courageux efforts d'ajustement : le PIB augmente désormais de 2,1 % en 2018. Des réformes ambitieuses ont amélioré la compétitivité-coût, dopé les performances à l'exportation et entraîné une forte baisse du taux de chômage, qui a diminué de plus de moitié depuis 2013. Ceci illustre parfaitement qu'en Europe, les réformes fonctionnent.

B. Notre politique monétaire est capable de conjuguer clarté et flexibilité

Permettez-moi d'en venir aux conséquences en termes de politique monétaire: pour faire face à l'incertitude, nous devons conjuguer clarté et flexibilité, comme nous l'avons fait en décembre pour nos indications en chaîne relatives aux taux directeurs (*chained guidance*). J'y reviendrai. Dans le contexte actuel, nous devons favoriser une analyse dépendant de la situation (*state-dependent*) plutôt que des variables temporelles (*time-dependent*). En d'autres termes, nous devons suivre très attentivement les données économiques au cours des prochains trimestres et en particulier évaluer dans quelle mesure le récent ralentissement de la croissance et la baisse actuelle de l'inflation sont des phénomènes de nature temporaire ou plus structurelle :

- s'agissant de la **croissance**, le ralentissement en cours dans la zone euro résulte en partie de facteurs temporaires, tels que des disruptions à l'origine d'une contraction de la production manufacturière allemande et l'impact du mouvement des gilets jaunes en France. Si ces obstacles disparaissent, et si les risques géopolitiques s'estompent, la croissance du PIB pourrait rebondir à partir du printemps ou de l'été prochain. La consommation reste en effet solide et continue d'être soutenue par l'accélération de la hausse des salaires, en particulier dans les grands pays. Mais si un ralentissement de l'activité devait perdurer au-delà de cet horizon - un scénario moins plausible, mais que l'on ne peut exclure – nous serions prêts à adapter nos indications en matière de politique monétaire.
- concernant l'**inflation**, l'effet à la baisse du fléchissement des prix du pétrole sera important en 2019. Après avoir culminé à 2,2 % en octobre 2018, l'inflation totale de la zone euro s'établit actuellement à 1,4 % et reviendra à 1 % environ dans quelques mois. Au-delà de ces variations temporaires, l'enchaînement clé que nous devons surveiller concerne l'inflation sous-jacente (*core price inflation*). L'amélioration du marché du travail a déjà donné lieu à une accélération substantielle de l'inflation salariale. Celle-ci ne s'est toutefois pas encore transmise à l'inflation sous-jacente. Même si nous enregistrons des signes précoces d'accélération des prix – comme pour la composante services de l'IPCH,

à 1,6 %^{vii} en janvier selon les estimations –, nous observons un affaiblissement de la répercussion des hausses de salaires sur les prix : là aussi, s'agit-il d'un phénomène temporaire dû à un décalage temporel plus prononcé ou d'une évolution attribuable à des facteurs plus structurels ? Nous devons soigneusement examiner cette question, qui fait également débat aux États-Unis.

Dans ce contexte, je continue de penser que la normalisation progressive de notre politique monétaire est souhaitable. Nos indications en chaîne relatives aux taux directeurs de décembre dernier ont été moins remarquées que le succès de la fin de nos achats nets d'actifs. Mais elles sont efficaces pour conjuguer **clarté** en termes de séquence – les réinvestissements intégraux se poursuivront sur une période prolongée après un premier relèvement de taux – et **flexibilité** en termes de calendrier pour chaque étape. En conséquence, les marchés financiers tendent à adapter leurs prévisions de calendrier – et donc leurs conditions de financement – à la perception qu'ils ont de la situation : nos indications en chaîne relatives aux taux directeurs assurent déjà une certaine fonction de stabilisation, sans préjudice de nos décisions futures.

Outre la flexibilité en termes de calendrier, je voudrais souligner une autre qualité de notre politique monétaire : le pragmatisme de son intensité, grâce au puissant « trio » d'instruments dont nous disposons : les réinvestissements d'actifs, les taux d'intérêt et la liquidité.

S'agissant de ce troisième instrument (la fourniture de liquidité), tout le monde est conscient de l'expiration prochaine du programme TLTRO 2, qui interviendra en juin 2020. Le Conseil des gouverneurs se prononcera sur ce sujet en temps voulu, à deux conditions. Comme Mario Draghi l'a souligné, « il faut de bons arguments de politique monétaire »^{viii} pour l'ensemble de la zone euro : notre politique ne peut être conçue en fonction des besoins spécifiques de certaines banques ou certaines juridictions. Deuxièmement, nous devons examiner la gamme complète des instruments possibles, y compris diverses formes de LTRO, pour décider du recalibrage des conditions et des maturités.

S'agissant des taux d'intérêt, j'ai souvent souligné dans le passé l'utilité mais également les limites évidentes des taux négatifs. Comme je l'ai dit dès 2017 : « ils sont difficiles à faire accepter par les ménages et les PME et donc, en pratique, il est impossible de les répercuter sur eux ^{ix} ». De ce fait, beaucoup pensent que s'ils sont maintenus trop longtemps, ils pèseront négativement sur la rentabilité de l'intermédiation financière et seront susceptibles de nuire à la bonne transmission de la politique monétaire. Par conséquent, **si** nous devons utiliser des taux négatifs durant une période plus longue, nous devons examiner de façon pragmatique comment atténuer les effets négatifs qu'ils seraient susceptibles d'exercer sur la transmission de notre politique monétaire.

C. Plaider inlassablement pour un renforcement européen

Permettez-moi de revenir à l'esprit européen en faveur duquel j'ai déjà plaidé. Aujourd'hui, il s'agit aussi d'une nécessité économique : face au ralentissement de l'activité et aux incertitudes, la politique monétaire ne peut pas tout faire à elle seule. C'est une préoccupation allemande, qu'avec beaucoup d'autres, je partage pleinement. Nous devons donc plaider inlassablement pour un renforcement de notre Union économique. L'engagement de Mario Centeno, en tant que président de l'Eurogroupe, est essentiel. Les progrès réalisés par le Conseil européen en décembre 2018 vont dans la bonne direction mais doivent clairement être renforcés et poursuivis.

Le succès de l'**Union bancaire** dépendra de la mise en œuvre d'un mécanisme de résolution solide, – sans doute même plus que d'un système complet et commun de garantie des dépôts. Concernant le filet de sécurité du Fonds de Résolution Unique, des considérations de stabilité financière doivent nous conduire à envisager une durée plus longue pour les lignes de crédit. Et nous ne parviendrons pas à mettre en place une Union bancaire efficace et bénéfique sans consolidation transfrontière en Europe : il existe encore trop d'obstacles et trop peu de restructurations transfrontières. L'accord de décembre dernier ne fait malheureusement quasiment pas progresser

l'Union des marchés de capitaux. Passons enfin du consensus de principe, dans les mots, aux avancées concrètes, notamment sur l'harmonisation des régimes de faillite et le renforcement de l'ESMA. L'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux sont les composantes clé d'une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » : j'ai proposé cette idée pour mieux mobiliser nos abondantes ressources – notre excédent d'épargne privée de 340 milliards d'euros – pour les besoins concrets de l'économie européenne : la transition énergétique, les fonds propres des PME, ou encore l'innovation numérique.

Mais le renforcement de la zone euro devra également inclure des mécanismes **publics** de solidarité. Concernant le MES, il ne doit pas seulement s'agir de gérer les crises *ex-post*, mais de les prévenir *ex-ante*, surtout par le renforcement de nos instruments de précaution. Il faut éviter qu'une sévérité excessive des critères *ex-ante* n'empêche en pratique le recours préventif au MES. Ces mesures doivent également être complétées par une capacité budgétaire commune : ces termes sont probablement moins sujets à controverse qu'un « budget » commun, mais comme le président de la BCE l'a écrit la semaine dernière, nous ne devons pas nous éloigner de sa fonction de stabilisation. Dans ce cas, elle soutiendrait la politique monétaire unique et la stabilité des prix.

**

Je conclurai en citant le Président Mário Soares, l'un des acteurs clés de l'accession du Portugal à la Communauté européenne : « l'histoire récente a montré que, plutôt que de céder devant les crises, nous devons les affronter, avec la détermination de les surmonter ^x ». C'est avec ce même esprit combatif que nous devons affronter les défis de 2019 : le Brexit et les élections européennes ainsi que des élections nationales au Portugal et maintenant, en Espagne. Notre rôle comme banque centrale est d'être fidèle à notre mandat en toute indépendance. Mais nous devons également être plus attentifs que jamais à notre environnement : être prêts à réagir en réponse aux incertitudes

économiques et plaider pour un renforcement raisonné de la souveraineté européenne. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Je remercie notamment Chahinez Benmissi, Pavel Diev, Anne Duquerroy, Christina Jude, Antoine Lalliard and Bérengère Rudelle pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ Cf. Article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ⁱⁱⁱ Hartmann, Philipp, Smets, Frank, « *The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy* », ECB Working Paper Series, n° 2219, décembre 2018.

^{iv} Jean-Claude Trichet, 2014. "Central Banking in the Crisis: Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy" Business Economics, Palgrave Macmillan; National Association for Business Economics, vol. 49(2), pages 74-84, Avril. <http://www.perjacobsson.org/lectures/101213.pdf>

^v Cf. Kydland (F.) et Prescott (E.) (1977) « Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, 85(3), pages 473-92 et Alesina (A.) et Summers (L.) (1993) « Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence », *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2), pages 151-162.

^{vi} Cf. Bloom (Nicholas) (2009), « The Impact of Uncertainty Shock », *Econometrica*, Volume77, Issue3, pages 623-685

^{vii} La publication du chiffre définitif est prévue le 22 février 2019.

^{viii} Conférence de presse donnée par Mario Draghi, 24 janvier 2019.

^{ix} « La politique monétaire de la BCE et la résilience de la zone euro », Université de Columbia, New York, 19 avril 2017, Discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France.

^x Discours prononcé par Mário Soares sur la Communauté européenne du futur (Lisbonne, 19 octobre 1990).