



**Intervention de François Villeroy de Galhau,  
Gouverneur de la Banque de France  
Bundestag - 8 juin 2016**

Mesdames, Messieurs,

Je suis très honoré de pouvoir m'exprimer aujourd'hui devant cette commission du Bundestag et je vous remercie sincèrement de me recevoir. Si vous me permettez une note personnelle, je viens ici comme Européen convaincu, et comme ami de l'Allemagne. Je suis Français mais je suis très attaché à votre pays et j'admire sa réussite. Je vis à Paris mais j'ai mes racines familiales en Sarre : ma famille y vit depuis la fin du 18<sup>ème</sup> siècle et fait partie, avec la manufacture de porcelaine Villeroy & Boch, du « Mittelstand » allemand. Je veux être un pont entre la France et l'Allemagne. Pour reprendre les mots de Konrad Adenauer : « Imaginez, si cette amitié [entre la France et l'Allemagne] n'existait pas, toute tentative de créer l'Europe serait d'emblée condamnée à l'échec. »<sup>1</sup> Pour moi, cette phrase est encore vraie aujourd'hui. Je viens ici aussi comme banquier central pleinement indépendant ; je ne représente pas les vues du gouvernement français.

Je voudrais en introduction de notre échange aborder deux sujets : la politique monétaire de l'Eurosystème d'une part, et la nécessité de relancer la croissance européenne d'autre part.

**I. Concernant la politique monétaire de l'Eurosystème d'abord,** je suis tout à fait conscient de l'intensité du débat qui existe ici en Allemagne et il est légitime que le Conseil des Gouverneurs rende des comptes.

Cependant, contrairement à certains critiques, je suis convaincu que cette politique – qui est décidée de façon collective par le Conseil des Gouverneurs – est largement en accord avec les valeurs allemandes que je partage : l'indépendance, le respect du Traité, la stabilité, le long terme. Le mandat qui a été conféré à la BCE par le Traité de l'Union Européenne est la stabilité des prix. Il y a 13 ans, le Conseil des Gouverneurs a défini précisément ce qu'est cette stabilité des prix, grâce notamment à Otmar Issing – il était à l'époque économiste en chef de la BCE : elle signifie un taux d'inflation à moyen terme proche de, mais inférieur à, 2 %. Cette définition n'a pas varié depuis 2003. Nous y tenir est un gage de notre crédibilité. Tant que les perspectives d'inflation restent trop faibles, comme c'est le cas aujourd'hui, il est de notre devoir d'agir. Si nous n'agissons pas, nous irions à l'encontre de notre mandat et nous laisserions l'Europe et l'Allemagne courir le grave danger de la déflation.

---

<sup>1</sup> Discours de table à l'occasion d'un dîner en l'honneur du président de la République française, à Bonn, le 4 juillet 1963.

La politique monétaire de la BCE n'est donc pas une fantaisie latine. Elle est partagée par toutes les grandes banques centrales des pays développés, y compris aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cela est vrai pour le mandat – nous avons la même cible de 2 %. Cela est vrai aussi pour les instruments. Les États-Unis mènent une politique monétaire non conventionnelle depuis bien plus longtemps que la zone euro – depuis fin 2008 –, avec des taux d'intérêt proches de zéro et un vaste programme d'achats d'actifs publics. Et cette politique a été efficace. Aujourd'hui, les États-Unis peuvent se permettre d'en sortir progressivement : la Réserve fédérale a arrêté d'augmenter la taille de son portefeuille d'obligations publiques depuis 2014 ; elle a commencé à relever ses taux d'intérêt en décembre 2015. L'exemple américain nous montre bien qu'il y a une « exit strategy » progressive à ces politiques non conventionnelles.

J'entends bien sûr les inquiétudes des épargnants allemands. Mais, les gens ne sont pas que des épargnants. Les entreprises, les salariés, les consommateurs, les accédants à la propriété bénéficient des taux d'intérêt bas de la BCE. Et même les épargnants y trouvent leur compte. Certes, les taux d'intérêt nominaux sont bas, mais l'inflation est plus basse encore. En termes réels, les taux d'intérêt sont donc positifs. Ils sont même supérieurs à ce qu'ils ont pu être par le passé : par exemple, entre 2010 et 2013, ils étaient négatifs<sup>2</sup>. Enfin, les taux d'intérêt ne dépendent pas que de la politique monétaire. Ils découlent aussi de la croissance économique. L'intérêt des épargnants est donc que la croissance gagne de la vigueur en Europe. Et dans ce domaine, la politique monétaire ne suffit pas, nous en serons tous d'accord.

**II. Pour avoir durablement plus de croissance en Europe**, et c'est mon deuxième point, il faut à la fois des réformes structurelles dans chaque pays et un nouvel élan européen.

S'agissant de l'impératif des réformes, je souhaite aussi comme vous que la France accélère ; je le dis souvent dans mon pays. Mais ne jugez pas votre voisin « irréformable », au vu des images outrancières des manifestations récentes. Ces dernières années, la France n'est pas restée sans rien faire. Les retraites ont été réformées. Des réformes comme le « CICE » – un crédit d'impôt – et le Pacte de Responsabilité ont nettement allégé le coût du travail et réduit la fiscalité pesant sur les entreprises. La croissance au premier trimestre a été forte (+ 0,6 %), appuyée sur l'investissement des entreprises. Depuis deux ans, les engagements de réduction du déficit ont été tenus ; il faut impérativement qu'ils le soient en 2017, avec le passage sous les 3 % de déficit. Tout ceci ne suffit pas, mais ne doutez pas trop de la France. Et la Commission européenne, comme son Président, doivent naturellement appliquer les mêmes règles à la France qu'aux autres pays.

Pour avoir plus de croissance en Europe, les réformes nationales sont indispensables, mais il faut aussi un nouvel élan européen. La zone euro enregistre un excédent extérieur record : 3 % de son PIB en 2015. Ceci traduit un excès d'épargne par rapport aux investissements, et c'est d'autant plus regrettable que la zone euro a une croissance insuffisante et un chômage excessif. Cette situation est clairement sous-optimale. Pour en sortir, l'Europe a besoin d'une meilleure coordination des politiques économiques des États, et d'un plus grand partage du risque privé.

Je sais que lorsque les Français parlent de coordination en Europe, les Allemands pensent parfois qu'il pourrait s'agir d'une nouvelle astuce pour éviter les réformes. Il faut sortir de cette impasse : il nous faut à la fois des réformes nationales et une coordination européenne. Comme le disait souvent Helmut Schmidt, nous devons construire une union économique en complément de l'union monétaire. Mais la priorité n'est pas à mes yeux de construire une « Union de transferts » et une capacité fiscale commune. Aujourd'hui, pour que la nécessaire confiance mutuelle puisse se cristalliser, l'Europe a besoin d'une institution

---

<sup>2</sup> Taux d'intérêt réels des dépôts bancaires à court terme (jusqu'à 3 mois) pour les ménages.

qui soit chargée de préparer une stratégie économique collective. Il ne s'agit pas d'un débat théorique pour savoir s'il faut plus de Bruxelles. L'enjeu ici, c'est très concrètement plus de croissance et d'emplois en Europe, y compris en Allemagne. C'est pour cela que j'ai proposé, après d'autres, la création d'un ministre des Finances de la zone euro. Il serait désigné démocratiquement. Il présiderait l'Eurogroupe, et veillerait à la mise en œuvre, par chaque pays, de la stratégie collective de la zone euro. Cette stratégie serait ratifiée par le Parlement européen. Chaque État continuerait d'avoir son budget, voté par son Parlement, mais les politiques économiques trouveraient ainsi plus d'efficacité : davantage de réformes et davantage d'investissement public et privé, pour augmenter ensemble notre croissance potentielle. Je ne souhaite bien sûr pas le Brexit ; mais que le Royaume-Uni choisisse ou non de rester dans l'Union à 28, la zone euro doit continuer à avancer sur la voie de l'intégration.

L'Europe a besoin d'une meilleure coordination des politiques économiques ; elle a également besoin d'un meilleur partage du risque privé, pour mieux mobiliser son épargne abondante vers le financement des investissements productifs. La Commission européenne a initié notamment le plan d'investissement Juncker – public – et l'Union des marchés de capitaux – privés. Mais il est aujourd'hui nécessaire de faire converger ces initiatives dans ce que j'appelle une « Union de financement et d'investissement » ambitieuse, dans l'intérêt des épargnants comme des entreprises européens. Comme je l'ai soutenu dans un article co-écrit avec Jens Weidmann en février, le financement des entreprises par fonds propres, à travers les frontières de l'Europe, est une priorité. Il est encore trop peu développé en Europe – il est deux fois moins important qu'aux États-Unis (les fonds propres représentent 52 % du PIB dans la zone euro fin 2015, contre 121 % aux États-Unis). De ce fait, l'innovation, plus risquée par nature, est moins bien financée. Et les chocs économiques sont moins bien absorbés. Aux États-Unis par exemple, le capital privé est capable d'amortir environ 40 % d'un choc économique spécifique à un État.

L'Europe est à la croisée des chemins : une reprise qui se confirme, mais qui est insuffisante pour dissiper l'euro-scepticisme. De multiples crises à gérer, avec plus de succès qu'on ne l'a dit parfois : l'accueil des réfugiés – où l'Allemagne a été exemplaire ; la Grèce – où l'accord du 24 mai est un vrai progrès ; et devant nous le référendum britannique – l'horizon peut s'éclaircir, espérons-le ; ceci ne suffit pas à faire un projet mobilisateur pour les Européens. Plus que jamais, la France et l'Allemagne ont besoin d'agir ensemble. Comme banquier central, la décision ne m'appartient bien sûr pas. Notre responsabilité est de mener une politique monétaire conforme à notre mandat, et de faire des propositions pour que les autres politiques économiques soient plus efficaces. Je l'ai esquissé devant vous avec ma conviction d'Européen, et je serai heureux de répondre maintenant à vos questions.