



Entretien de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, avec le Corriere della Sera – 16 septembre 2016

« Dans un monde d'incertitudes, la politique monétaire européenne est un repère de stabilité. »

***Corriere della Sera* - L'inflation est au plus bas et le marché semble très sceptique quant à sa remontée.**

Est-ce que la politique monétaire marche ?

François Villeroy de Galhau - Oui ! Il faut relativiser les anticipations de marché ; il y a d'autres anticipations comme le « Survey of professional forecasters » qui sont significativement plus hautes. Notre propre prévision d'inflation est de 1,6% en 2018. Nous nous rapprochons significativement de notre cible et devrions passer au-dessus de 1% d'inflation dans la zone euro d'ici quelques mois. Si nous n'avions pas agi, nous serions au contraire probablement beaucoup plus proches de la déflation. Selon nos estimations, nos mesures permettent de gagner entre 0,3% et 0,5% d'inflation et de croissance chaque année. C'est une politique monétaire efficace. Sa grande vertu est d'être continue, prévisible et lisible. Nous allons donc continuer.

CdS - Est-ce que cela veut dire qu'en réalité il n'y a pas besoin d'augmenter les volumes d'achats ou bien qu'on pourrait les ralentir pour les déployer sur une période plus longue ?

FVG - Nos prévisions d'inflation et de croissance se sont confirmées depuis mars dernier. Nous avons décidé au mois de mars un paquet de mesures global, adapté à la trajectoire économique de ce moment-là. Elle n'a pas changé depuis, par conséquent nous n'avons pas de raison de modifier notre politique. Si la donne économique devait changer, nous serions flexibles. Nous avons ainsi toujours dit que la date de mars 2017 n'est pas nécessairement une date couperet ; nous apprécierons aussi les progrès vers notre objectif d'une inflation proche de mais inférieure à 2%.

CdS - Le marché veut savoir ce qui va se passer après mars 2017.

FVG - Nous mettons en œuvre exactement ce que nous avons annoncé. En particulier, nous avons fermement la volonté comme la capacité de poursuivre nos achats de titres au rythme de 80 milliards d'euros par mois. Les marchés sont parfois volatiles, y compris dans leurs attentes. Mais notre politique est conduite au regard de notre analyse des besoins de l'économie européenne et conformément à notre mandat. Dans un monde d'incertitudes, la politique monétaire européenne est un repère de stabilité.

CdS - Les banques se plaignent des taux négatifs. Ont-elles raison ?

FVG - Les taux négatifs ne sont qu'un instrument parmi d'autres de la politique non-conventionnelle de la BCE. C'est un instrument utile, qui a ses limites. Mario Draghi l'a rappelé. Le bilan global pour les banques est positif, quand on regarde le tout, y compris la baisse de leurs coûts de financement, les plus-values qu'elles ont faites, l'augmentation des volumes de crédit et la baisse de la charge de risque. Pour autant, dans la durée, nous devons regarder avec attention l'effet de la politique monétaire sur la rentabilité des banques.

CdS - Est-ce que les gouvernements français et italiens ont fait ce qu'ils pouvaient pour profiter de la politique monétaire de la BCE ?

FVG - La politique monétaire ne suffit pas à elle seule. Il est très important que les trois piliers de la politique économique soient mobilisés : la politique monétaire, la politique budgétaire et les réformes structurelles. En France et probablement en Italie, la priorité est d'amplifier les réformes structurelles, au-delà de celles déjà réalisées. Les pays qui les ont mises en œuvre avec le plus de détermination ont connu des résultats convaincants. Je pense à l'Allemagne, à l'Espagne ou encore aux pays nordiques et baltes. Regardons les résultats : ce qui fait la différence en termes de croissance et d'emploi aujourd'hui en zone euro, ce sont les réformes menées. Et ces réformes sont compatibles avec le modèle social européen auquel nous croyons collectivement.

CdS - Draghi dit que l'Allemagne devrait utiliser son espace budgétaire. Qu'en pensez-vous ?

FVG - L'Allemagne a en effet la capacité de mobiliser ses excédents budgétaires. Il y a des besoins d'investissement public. M. Schaeuble a également évoqué des baisses d'impôts. Il y a beaucoup moins d'espace dans d'autres pays, comme en France et sans doute en Italie. Penser, comme on l'entend en ce moment, qu'il faut recourir partout aux déficits et relancer les dépenses publiques n'a pas beaucoup de sens. S'ils étaient la clé de la croissance, tous les pays du Sud de l'Europe seraient les champions de la croissance ! Ce n'est évidemment pas le cas.

CdS - Vous voulez dire qu'il n'y a pas de recette unique pour la relance ?

FVG - Ce n'est pas "one-size-fits-all". Et tout cela plaide pour une approche coordonnée au sein de la zone euro. Plus de réformes en France ou en Italie, plus de soutien budgétaire en Allemagne : tout le monde devrait bouger en même temps pour faciliter le mouvement dans chaque pays. C'est cela que j'appelle une stratégie collective, un pacte de confiance entre les pays de la zone euro. Ceci suppose une institution de confiance. Ce pourrait être un ministre des Finances de la zone euro. Ce serait probablement plus facile vers la fin de l'année 2017, après les élections dans certains grands pays.

CdS - J. Stiglitz dit que la divergence s'accroît en zone euro. Il propose que certains pays sortent ou que l'on fasse un euro du Sud et un euro du Nord. Qu'en pensez-vous ?

FVG - Certes, les situations économiques sont contrastées en Europe mais les éléments de convergence, notamment financière, sont importants : réduction des écarts de taux d'intérêts, de taux d'inflations, etc. L'euro crée de la convergence, la différence tient au rythme des réformes nationales. L'analyse de Joseph Stiglitz est beaucoup trop légère quant à ce qui se passerait si un pays sortait de l'euro. On sait quelles seraient les conséquences immédiates : une spéculation sur sa monnaie et sur ses taux d'intérêt, avec un renchérissement des crédits pour les ménages comme les entreprises, et pour l'État une charge de la dette plus importante. J. Stiglitz cite pour exemples l'Islande qui a introduit le contrôle des capitaux et l'Argentine qui a restructuré sa dette. Je ne recommande évidemment pas ce modèle à mon pays comme aux autres. D'ailleurs les citoyens des pays de l'euro sont très majoritairement – à 68% – attachés à leur monnaie.

CdS - Est-ce qu'il y a un nouveau rôle possible pour les places financières européennes après le Brexit, notamment pour Paris ?

FVG - Le Brexit reste une mauvaise nouvelle. D'abord pour la Grande-Bretagne et son économie, et dans une moindre mesure pour l'Europe. La question clé est de savoir ce que la Grande-Bretagne va choisir en termes d'accès au marché unique. Les Britanniques voudront-ils le plein accès au marché unique et dans ce cas-là en accepter toutes les règles, y compris la liberté de circulation des personnes, ou bien donneront-ils la priorité au contrôle migratoire ? Ce qui est clair c'est qu'il ne peut pas y avoir de menu à la carte ou « cherry-picking » ; si la Grande-Bretagne voulait rester dans le marché unique, notamment financier, elle aurait à en appliquer toutes les règles. Paris a un certain nombre d'atouts : le système bancaire le plus solide de la zone euro, des compagnies d'assurances de premier plan, un savoir-faire financier et des ressources humaines de haut niveau, de nouvelles mesures – notamment fiscales – d'attractivité. Et c'est une grande métropole internationale. Mais que le meilleur gagne !

CdS - Est-ce que le referendum en Italie vous préoccupe?

FVG - Je n'ai naturellement pas de commentaire à faire sur le débat politique en Italie. Mais ma conviction est que la zone euro a besoin d'une Italie forte. Il y a eu un certain nombre de mouvements encourageants. Je pense aux réformes institutionnelles comme économiques, à l'exemple du « Jobs Act », qui produit des résultats intéressants. Une priorité est de finir de régler la question des créances douteuses qui pèsent sur certaines banques italiennes. C'est un handicap pour la croissance en Italie mais la Banque d'Italie conduite par Ignazio Visco et le gouvernement sont mobilisés en ce sens.

CdS - On l'appelle Union bancaire européenne, pourtant il n'y a pas eu d'unions entre banques en Europe depuis qu'elle est en place...

FVG - Il y a eu des réalisations très significatives. La supervision unique à Francfort est crédible, les banques la prennent très au sérieux. Des progrès ont été réalisés en matière de résolution. Enfin, en matière de réglementation, il faut finir Bâle 3, dans des conditions compatibles avec la croissance économique en Europe, c'est à dire sans augmentation significative des exigences de capital. L'Italie, la France et l'Allemagne le disent, ensemble. Mais je crois qu'une fois ce cadre clarifié, il sera souhaitable que nous progressions vers la constitution d'établissements transfrontaliers en Europe. Quand vous comparez le marché bancaire européen avec le marché bancaire américain, il est clair que nous avons besoin d'établissements transfrontaliers plus importants. Ainsi, nous ferions mieux circuler l'épargne en Europe au profit des entreprises. Cela fait partie de l' « Union de Financement et d'Investissement » que nous pouvons développer rapidement.