



Interview de François Villeroy de Galhau – Gouverneur de la Banque de France

DE TELEGRAAF – 21 Novembre 2017

Emmanuel Macron a été élu avec un programme de réformes ambitieux. Pourquoi réussirait-il là où ses prédécesseurs ont échoué ?

En tant que banquier central, ne vous attendez pas à des commentaires politiques de ma part. Mais le nouveau gouvernement s'est clairement engagé à réformer. La réforme du marché du travail a été adoptée très rapidement et est déjà mise en œuvre. Le budget pour l'année prochaine est prêt ; le déficit est inférieur à 3 % pour la première fois depuis 10 ans. La France est aujourd'hui un partenaire économique fiable pour les Pays-Bas et pour l'Europe.

Le déficit budgétaire s'établit à 2,9 % pour cette année et pour l'année prochaine. La croissance est inférieure à la moyenne de la zone euro. Pensez-vous qu'il y ait vraiment de quoi se réjouir ?

L'année prochaine, la diminution du déficit budgétaire sera limitée en raison d'une importante réduction des impôts pour les entreprises et les investisseurs. Cette mesure était nécessaire afin de renforcer la confiance des chefs d'entreprise et l'investissement. Mais il y a également d'importantes réductions des dépenses qui devront encore être accentuées au cours des prochaines années.

En raison des cycles économiques, on peut s'attendre à une récession dans les années qui viennent. Comment la France va-t-elle y faire face avec un déficit budgétaire aussi important et une dette publique représentant 100 % du PIB ?

C'est lorsque le soleil brille que nous devons réparer le toit. Cela ne s'applique pas seulement à la France mais aussi à l'Europe dans son ensemble. C'est pourquoi nous devons dès à présent renforcer l'union économique. Il y a vingt-cinq ans, il a été décidé à Maastricht de créer une union économique et monétaire. Cette dernière est un succès. La politique monétaire a été un outil puissant ; l'euro bénéficie du soutien des citoyens européens et c'est une monnaie reconnue au plan international. Mais il n'y a pas encore d'union économique. Si une récession nous frappe une nouvelle fois, nous Européens, et

que le pilier économique de l'Union n'a pas été renforcé, il nous faudra recourir de manière excessive au pilier monétaire.

Pensez-vous que dans la situation actuelle nous nous sommes trop appuyés sur la politique monétaire ?

Lors de la dernière crise, nous nous sommes beaucoup reposés sur la politique monétaire. Mais je ne dirais pas que c'était trop, car il était de notre devoir de garantir la stabilité des prix et il n'y avait pas d'autre option. Mais pour l'avenir, nous avons également besoin d'autres instruments dans notre boîte à outils.

La France souhaite une intégration politique poussée dans la zone euro. Les citoyens européens y sont-ils favorables ?

Heureusement, nous vivons tous dans des démocraties. C'est donc aux gouvernements élus démocratiquement d'en décider. Mais je crois que nous avons aujourd'hui une opportunité historique avec la reprise de l'économie européenne et une fenêtre politique dans les principaux pays de la zone euro, notamment la France et les Pays-Bas, où nous avons une situation politique stable pour les quatre prochaines années. De plus, après l'élection de M. Trump et le référendum sur le Brexit, la chancelière Merkel a à juste titre souligné qu'il est temps pour nous, Européens, de prendre notre destin en main.

Vous avez dit que la France est un partenaire économique fiable. Les Pays-Bas ne veulent faire de nouvelles avancées qu'à la condition que la France conduise réellement des réformes. Comprenez-vous cette position ?

Je la comprends. Mais réformer est exactement ce que la France est en train de faire à l'heure actuelle. Ce n'était pas le cas par le passé. Ce serait un pari dangereux d'attendre 2 ou 3 ans de plus pour en voir pleinement les résultats. La fenêtre d'opportunité et la dynamique actuelles auraient alors disparu et nous risquerions de nous trouver confrontés à la prochaine récession sans avoir renforcé la zone euro. Avec tous les dégâts économiques et politiques que cela entraînerait.

Mais comprenez-vous cette méfiance néerlandaise ?

Méfiance n'est certainement pas le meilleur mot à utiliser entre concitoyens européens, nous devons plutôt adopter une attitude de confiance mutuelle raisonnable. Nous n'avons pas à choisir entre réformes nationales et coordination européenne : nous devons clairement faire les deux. Le moment d'agir est venu.

Qu'est-il le plus impératif de changer dans l'Union économique et monétaire afin d'être prêt pour l'avenir ?

Selon moi, quatre accélérateurs économiques sont nécessaires : premièrement (et je partage cet avis avec le gouverneur Klaas Knot), une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation », afin de mieux utiliser notre abondante épargne privée ; ce qui inclut l'achèvement de l'Union bancaire. Deuxièmement, une meilleure coordination de nos politiques économiques nationales. S'agissant de la troisième étape, le président

Macron a proposé un budget pour la zone euro. Il s'agit d'un sujet sensible, parce que (entre autres) l'Allemagne craint que la zone euro ne se transforme alors en une union de transfert, dans laquelle l'argent proviendrait toujours des mêmes pays. Ce n'est pas non plus ce que je souhaite. Avec la contribution de l'ensemble de ses membres, le budget de la zone euro doit financer des biens communs tels que la défense, l'accueil des réfugiés ou le changement climatique. Le dernier accélérateur serait un ministre des Finances et un Parlement pour la zone euro. Mais ne focalisons pas notre discussion sur les institutions, avant d'avoir progressé sur le fond.

En cas de mesures de soutien d'urgence aux pays de la zone euro, le gouvernement néerlandais souhaite explicitement une participation des investisseurs privés, afin de renforcer la clause de non-renflouement. Qu'en pensez-vous ?

La clause de non-renflouement figure dans le Traité et elle doit évidemment y rester. Au cours des 15 dernières années, nous avons eu des discussions interminables au sujet de l'équilibre entre les règles et la solidarité. Mais ce n'est pas « l'un ou l'autre ». Les règles constituent une condition préalable à la solidarité.

Pour être clair : en ce qui concerne les banques, il est déjà stipulé que les investisseurs privés doivent participer en cas de sauvetage. Cela doit-il également s'appliquer pour aider des pays ?

Les investisseurs privés ont apporté une contribution importante dans le cas de la Grèce. Nous devons rechercher l'équilibre, tout en restant prudent quant au statut de la dette publique, parce que ces marchés sont très sensibles.

La BCE a décidé de prolonger le programme d'achats de neuf mois. Étiez-vous d'accord avec cette décision ?

Je ne fais jamais de commentaire sur ma position personnelle au sein du Conseil des gouverneurs, mais seulement sur nos décisions collectives. Nous avons diminué nos achats de moitié, pour les ramener à 30 milliards d'euros par mois. Il s'agit là d'une étape décisive vers la fin de nos achats. Par ailleurs, nous avons souligné que la politique monétaire ne reposait pas uniquement sur ces achats. C'est une combinaison de quatre instruments : les achats et le stock d'actifs (« l'assouplissement quantitatif »), les faibles taux d'intérêt, la *forward guidance* et la fourniture de liquidité. Nous avons réalisé des progrès en matière de redressement économique et d'inflation et nous devons donc réduire l'intensité de la série de mesures. Mais nous n'avons pas encore atteint notre objectif d'inflation de 2 %, donc la politique monétaire est encore accommodante.

S'agit-il du premier pas vers la fin du programme ?

C'est le deuxième pas, et il est décisif : en avril dernier, nous avons déjà réduit nos achats d'actifs, les ramenant de 80 milliards d'euros à 60 milliards. La fin des achats nets viendra, c'est sûr. Mais nous maintiendrons alors un niveau de stock élevé pendant le temps nécessaire.

Que se passera-t-il si l'inflation n'est pas proche de 2 % au bout de neuf mois ?

Patience, nous avons encore sept réunions de politique monétaire d'ici là ! Et nous ne nous focalisons pas sur cet unique instrument, mais sur la combinaison qui convient le mieux à la situation.

Lorsque la BCE achetait 80 milliards d'euros par mois, l'inflation n'a quasiment pas changé. Alors, comment l'achat de 30 milliards d'euros peut-il faire varier l'inflation ?

Vous ne pouvez pas dire que ça n'a pas marché. Au contraire. Permettez-moi de vous rappeler quelle était la situation il y a 18 mois. L'inflation était alors à -0,2 %. Elle est maintenant de 1,4 %. Nous sommes donc beaucoup plus près de notre but. Cela ne s'explique pas uniquement par notre politique monétaire, mais en grande partie tout de même : elle y a contribué à hauteur de +0,4 % d'inflation par an. Presque tous les économistes s'accordent sur le fait qu'après la crise de 2009-2011, il y avait un danger de déflation. La plus grande différence avec la crise financière de 1929, c'est qu'à l'époque, aucune mesure n'avait été prise pour éviter la déflation.

Pourquoi les épargnants et les fonds de pension doivent-ils faire les frais de votre politique monétaire ?

Les taux d'intérêt augmenteront, mais seulement sur la base de fondamentaux économiques solides. Les épargnants ne tireraient aucun avantage d'une économie en mauvaise santé. Et les Néerlandais, comme les autres Européens, ne sont pas seulement des épargnants, mais aussi des consommateurs, des emprunteurs, des salariés et, en tant que tels, il est clair qu'ils bénéficient d'une politique monétaire accommodante.

Nous sortons d'une crise de la dette et la BCE nous encourage maintenant à contracter davantage de dettes.

Dans une optique de croissance économique, nous avons encore besoin d'investissements et donc de crédit. Mais le Conseil des gouverneurs et chaque banque centrale nationale restent très vigilants en matière de stabilité financière. Laissez-moi vous rassurer : la dette privée n'a pas augmenté en pourcentage du PIB de la zone euro depuis 2011. Au contraire, à l'heure actuelle, elle est plus faible.