



## **Interview de François Villeroy de Galhau**

**« LE STATU QUO N'EST PAS UNE OPTION »**

**Handelsblatt – Thomas Hanke – le 9/11/2015**

Le nouveau gouverneur de la Banque de France défend la politique monétaire de la BCE et réclame une intégration financière plus poussée dans la zone euro.

François Villeroy de Galhau est en fonction depuis une semaine. Cet entretien avec le Handelsblatt est le premier accordé à un journal étranger.

**Vous entamez un mandat de six ans. Parmi vos prédécesseurs, Jean-Claude Trichet a développé la désinflation compétitive, Christian Noyer a contribué à l'union bancaire. Quel sera votre grand projet ?**

Cela se jugera au bout de six ans, pas dès la première semaine ! Je mesure ma responsabilité comme successeur de Christian Noyer, Jean-Claude Trichet et avant eux Jacques de Larosière et Michel Camdessus. Mes convictions sont celles d'un Européen engagé pour l'Euro depuis le départ. J'espère contribuer au renforcement de la zone euro, évidemment au retour à une croissance durable et puis à la poursuite de la transformation de la Banque de France. À mon agenda, il y a ces trois objectifs à un moment où la zone euro et plusieurs pays, dont le mien, restent fragiles au sortir de la crise financière.

**La zone Euro va économiquement mieux, même les répercussions du ralentissement en Chine ne sont pas très fortes. A-t-elle encore besoin d'être soutenue par une politique monétaire accommodante ?**

Nous réviserons notre projection de croissance et d'inflation début décembre. Sous cette réserve, la croissance en zone Euro devrait approcher 1,5 % en 2015. L'inflation reste très basse, zéro en octobre, même si hors énergie et matières premières, on est à 1,0 %. Il faut souligner que la politique monétaire active menée par la BCE a produit des premiers résultats. Nous avons évité la déflation que tout le monde craignait début 2014. Il y a eu également un effet marqué sur les crédits aux entreprises, nous sommes repartis en territoire positif, avec 0,4 % d'augmentation des encours de crédits en zone euro. C'est un retournement significatif.

**Jens Weidmann, le patron de la Bundesbank, met en garde contre le danger d'une abondance de liquidités.**

Les anticipations d'inflation restent extrêmement basses. Elles ont remonté jusqu'au mois de juillet, puis le choc chinois a interrompu cette amélioration au T3. Ces anticipations restent encore trop basses par rapport à notre objectif et sont, depuis l'été, plus incertaines.

**Qu'est-ce que cela signifie pour les discussions du conseil de la BCE de décembre ?**

Il y a d'abord un engagement clair de mener une politique aussi active que nécessaire pour arriver à notre cible d'inflation à moyen terme inférieure à mais proche de 2 %. Il y a aussi une méthode : d'abord, prendre en compte l'analyse économique et vérifier périodiquement où nous en sommes par rapport à notre objectif d'inflation et aux perspectives de croissance. Le choix des instruments ne vient qu'après, en retenant ceux qui apparaissent nécessaires.

### **Lesquels ?**

Il y a une palette d'instruments, vous les connaissez comme moi. Nous déciderons quels seront les plus efficaces pour atteindre nos objectifs. Les instruments leur sont subordonnés. J'ai parfois l'impression que le débat sur les instruments occulte celui sur les objectifs et les résultats.

### **Vous pensez à quelqu'un en particulier quand vous parlez de cette impression ?**

Non, mais il y a un débat très nourri sur l'extension du programme d'achat, ou sur le taux de dépôt négatif. Au moins cela prouve que les instruments existent et sont disponibles. Mais je ne ferai pas de commentaire avant le débat de décembre.

### **Pour résumer la situation économique : ça va mieux, mais la zone Euro n'est pas encore là où elle devrait être ?**

Il y a un mieux conjoncturel qu'il faut transformer en croissance durable, plus forte et tirée davantage par l'investissement. Et on constate que les pays qui ont fait des réformes structurelles se portent mieux.

### **La politique monétaire n'a-t-elle pas fait tout ce qu'elle peut et maintenant c'est à la politique économique d'agir ?**

Je vais affiner, si vous permettez : la politique monétaire fait beaucoup. Elle continuera à faire beaucoup, mais elle ne peut pas tout. La politique monétaire a, si nécessaire, des marges d'efficacité supplémentaires, et les instruments sont disponibles. Mais il est important d'avoir aussi des réformes, au niveau européen comme au niveau national, qui amplifient la croissance.

### **Votre prédécesseur Christian Noyer a mis en avant qu'il ne faut pas brûler les étapes, qu'il faut laisser le temps au programme d'achats de titres de montrer ses effets et que là-dessus il n'y a pas d'accord au conseil de la BCE.**

Christian Noyer n'a pas parlé de désaccord. Je redis que je réserve la primeur de mes analyses au conseil des gouverneurs. Ne comptez pas sur moi pour me positionner dans la case médiatique des pour ou contre Monsieur X ou Monsieur Y. J'ai promis d'exercer mon mandat en toute indépendance et en homme libre. Il y a un point où je rejoins Christian Noyer, qui est une question de bon sens : il faut juger la politique monétaire dans la durée, pas dans la volatilité de l'instant.

### **Néanmoins, on peut déjà juger l'efficacité de la politique non-conventionnelle début décembre ?**

Il y a déjà des résultats, la politique active de la BCE fonctionne. Et il y a des risques d'une inflation et d'une croissance plus faibles. Nous jugerons le tout et nous déciderons.

### **Un des instruments est le taux de dépôt négatif. La BCE a dit que le taux actuel de -0,2 % est un seuil au-dessous duquel il ne faut pas passer. Il y a d'autres pays où il est plus bas.**

Je ne ferai pas de commentaire, mais ce que vous venez de dire montre qu'il y a une palette d'instruments disponibles.

### **Il est possible d'aller plus loin dans les taux négatifs si l'analyse économique démontre que c'est souhaitable ?**

Aujourd'hui, rien n'est décidé et rien n'est exclu. Ceci fait partie de la marge d'action du conseil des gouverneurs.

### **S'agissant d'un autre thème, celui de l'Union bancaire, l'Allemagne ne veut pas de la garantie commune pour les dépôts bancaires. En France on l'appelle le troisième pilier. Est-ce que selon vous tout l'édifice de l'union bancaire serait en danger si la garantie des dépôts n'était pas adoptée au niveau européen ?**

L'union bancaire est un succès pour la zone euro, même si aujourd'hui, elle n'est pas parachevée. Elle forme un tout. Il y a le volet supervision, dont nous venons de fêter le premier anniversaire réussi. Ensuite, il y a la résolution, dont on parle moins souvent, mais qui est absolument essentielle : c'est le traitement des banques en difficulté. La zone euro a réussi à organiser un mécanisme qui prévoit, en cas de nécessité, le renflouement ou la fermeture d'une banque, tout en protégeant les intérêts des

contribuables. Il est important de parachever la résolution, nous n'y sommes pas encore tout à fait, je pense au « *fiscal backstop* ».

**Une sorte de garantie des États pour le cas où les moyens du fonds alimenté par les banques ne suffisent pas. Justement, n'est-ce pas une façon de faire marche arrière ? Ce seraient à nouveau les contribuables qui portent la responsabilité.**

Non, c'est un filet de sécurité auquel vous avez recours seulement après avoir mobilisé l'ensemble des actionnaires et créanciers privés et si le fonds de résolution est épuisé. C'est un facteur de stabilité. Restent à clarifier en outre la période de transition et les mécanismes de décision, qui doivent être le plus efficaces possible. Et après vient le troisième pilier, celui de la garantie commune pour les dépôts. Celle-ci est souhaitable parce qu'elle concrétisera pour chaque Européen le fait de pouvoir avoir confiance dans le système bancaire.

**En Allemagne, ce sentiment n'est pas partagé. Une protection européenne n'inspire pas confiance. Les déposants allemands craignent de devoir garantir les dépôts des autres.**

Non, parce que supervision et résolution garantissent le même degré de fiabilité et de solidité des banques. La garantie des dépôts ne bénéficierait donc pas à priori à un pays plutôt qu'à un autre, au Sud plutôt qu'au Nord.

**Les épargnants français ne sont pas trop séduits par l'idée de garantir les dépôts en Grèce ou à Chypre.**

C'est une garantie mutuelle, qui ne joue pas dans un seul sens mais dans les deux sens.

**Elle ne va pas jouer souvent dans le sens de la Grèce vers la France ou l'Allemagne.**

On ne parle pas d'un mécanisme unilatéral, mais bien d'un mécanisme mutualisé.

**Dans le passé, vous avez participé activement à la discussion sur le renforcement de la zone euro. Comme gouverneur, vous devez être plus discret ?**

La liberté d'un gouverneur, c'est de participer à la discussion et, dans le même temps, son devoir est de travailler pour la consolidation de la zone euro, et donc de s'exprimer sur ce sujet. La zone euro n'optimisera pas sa trajectoire de croissance si elle n'optimise pas aussi sa gouvernance économique.

**Que faut-il faire ?**

Il y a des changements qui se laissent mettre en œuvre rapidement, sans révision des traités. Premièrement, mieux mobiliser l'épargne privée pour l'investissement en Europe. Pour faire cela, on devrait mettre en synergie l'union des marchés de capitaux, l'union bancaire et le plan Juncker dans une vraie "union de financement et d'investissement " que j'ai proposée. Actuellement en Europe, il y a un excédent de l'épargne sur l'investissement de plus de 200 milliards d'euros, soit plus de 2 % du PIB. Il faut beaucoup mieux mobiliser cette épargne pour l'investissement productif, comme le souhaite aussi le rapport Fratzscher en Allemagne.

**Vous pouvez donner un exemple ?**

Je crois par exemple au développement des fonds européens de capital à risque. Le premier fonds européen est aujourd'hui cinq fois inférieur en taille au dixième fonds américain ! Je pense aussi au financement des entreprises par des instruments non bancaires, et au crowdfunding. C'est tout ce mouvement-là que nous devons impulser à l'échelle européenne. Si nous gardons des marchés cloisonnés et des instruments financiers qui ne sont pas suffisamment orientés vers l'investissement productif, la trajectoire de croissance sera sous-optimale.

**Mais cela ne sera pas suffisant pour faire fonctionner mieux la zone euro.**

La question bien connue de la gouvernance économique se pose toujours. Nous n'optimiserons la croissance que si nous renforçons la confiance de tous les acteurs dans la pérennité de la zone euro. Il est essentiel qu'on ne relâche pas la recherche de progrès, après la solution de la crise grecque. Il y a un risque aujourd'hui, parce que la crise s'éloigne, que la tâche d'architecture pour notre maison commune soit perçue comme moins urgente.

### **Moins urgente ou trop compliquée ?**

Ça peut être l'un et l'autre. Mais il est essentiel de profiter de cette phase un peu plus paisible pour faire des progrès dans la gouvernance économique. La Commission propose un comité budgétaire européen pour évaluer les finances publiques consolidées. Mario Draghi et d'autres ont avancé des propositions qui se traduiraient par une modification des traités : un ministre des finances européen, un Trésor européen et une instance parlementaire de la zone euro. Le statu quo ne doit pas être une option.

### **L'Allemagne et la France n'arrivent pas à se mettre d'accord.**

L'Allemagne - y compris Wolfgang Schäuble - rappelle très justement la nécessité de progrès politiques dans l'intégration et la France rappelle tout aussi justement qu'il faut des progrès dans la coordination économique. Rapprochons ces deux convictions ! Nos deux pays ont bien coopéré dans la crise, ils doivent construire maintenant ensemble une meilleure gouvernance.

### **On a l'impression que les deux gouvernements ne parlent pas de la même chose, bien qu'ils utilisent les mêmes mots. Un ministre des finances de la zone euro, ça signifie d'autres compétences pour Berlin que pour Paris.**

Je pense plutôt que chacun présente une face différente de la même médaille. L'Allemagne insiste légitimement sur des progrès comprenant des transferts de souveraineté, et la France insiste légitimement sur une meilleure coordination des politiques...

### **..Et sur plus de solidarité...**

La solidarité participe de cette question. Mais elle n'exclut pas le sérieux. Je connais bien l'Allemagne, j'entends ses inquiétudes là-dessus. Il ne faut pas entendre la coordination comme un prétexte pour s'abstraire de faire des réformes. Il s'agit plutôt d'améliorer la trajectoire collective : une zone euro qui a un excédent commercial de 2,5 %, mais une croissance insuffisante, peut se poser des questions sans affaiblir la discipline individuelle. La France et l'Allemagne doivent converger, ce n'est pas facile à faire, parce que cela implique des questions politiques et juridiques lourdes, mais c'est le chemin d'une croissance durable en zone euro. Je suis convaincu que ce chemin est compatible avec notre modèle social européen commun. Les pays qui ont fait des réformes, comme le vôtre, prouvent que l'on peut conjuguer modèle social et efficacité économique.

### **Pour la France, quelles sont selon vous les réformes les plus urgentes ?**

La France a fait des progrès, on le voit par le fait que le coût du travail progresse maintenant moins vite en France qu'en Allemagne ou avec la "loi Macron" sur le renforcement de la concurrence. D'une manière générale, les réformes qui améliorent le fonctionnement du marché du travail, d'une part, et l'éducation et l'apprentissage, d'autre part, sont essentielles pour l'emploi et pour donner une chance aux jeunes. Une piste intéressante est la décentralisation du dialogue social vers le niveau de l'entreprise. Là aussi, l'expérience allemande prouve que des améliorations partagées entreprises-employés sont possibles.

### **La commission européenne estime que le déficit de la France dépassera toujours le seuil de 3 % en 2017. Vous percevez vous aussi ce risque ?**

Il y a peu d'écart sur 2016, mais plus d'incertitudes sur 2017. Mais je vous rappelle que le Haut Conseil des finances publiques (HCFP), indépendant, est chargé désormais d'apprécier la qualité des prévisions macroéconomiques et de vérifier la cohérence de la trajectoire de retour à l'équilibre des finances publiques avec les engagements européens de la France. Le cap doit bien être de revenir sous les 3 % de déficit en 2017, comme le gouvernement s'y est engagé.