



**Intervention à la Maison de la Paix – Genève, 27 mars 2019**

**L'Europe face au défi de la croissance**

**Discours de François Villeroy de Galhau,**

**Gouverneur de la Banque de France**

*Contact presse : Mark Deen ([mark.deen@banque-france.fr](mailto:mark.deen@banque-france.fr)).*

Mesdames et Messieurs,

C'est un réel plaisir de m'exprimer devant vous aujourd'hui à Genève, ville internationale ayant vu naître nombre d'accords de paix et d'esprits éclairés. Je remercie chaleureusement mon ami Thomas Jordan, Président de la Banque Nationale Suisse, et Ugo Panizza, Directeur du Centre International d'Études Monétaires et Bancaires (CIMB) pour leur invitation.

J'aimerais débiter mon propos par une citation d'un Suisse illustre, Jacques Bernoulli, qui a laissé son nom à une loi clé de la Théorie des probabilités : « l'incertitude n'est pas dans les choses mais dans notre tête ». Nous vivons des temps où l'incertitude est dans tous les esprits. Elle est au cœur du défi de la croissance pour l'Europe, tant à court terme avec le Brexit et les tensions commerciales, qu'à plus long terme, avec le recul du multilatéralisme, la montée des inégalités sociales et géographiques, la transformation digitale, les dérèglements climatiques et le vieillissement démographique. Les interactions multiples entre ces évolutions renforcent encore davantage la complexité à laquelle sont confrontés les décideurs politiques. Pour ce qui concerne le banquier central que je suis, je me concentrerai aujourd'hui sur trois considérations : (i) comment la politique monétaire peut faire face aux incertitudes de court terme ; (ii) face aux défis de long terme, éclairer le débat sur la politique budgétaire ; (iii) renforcer la coopération en zone euro, en parallèle des réformes nationales nécessaires.

\*\*

## **I. Faire face aux incertitudes de court terme, notamment par la politique monétaire**

Un mot tout d'abord sur la conjoncture économique. À l'échelle mondiale, l'activité décélère du fait en particulier des tensions commerciales liées à la politique américaine et des incertitudes sur la croissance chinoise : le commerce mondial a considérablement ralenti à la fin 2018, le volume des échanges de biens reculant de près de 1 % au dernier trimestre. La croissance mondiale devrait cependant rester significative et s'établir à 3,3%

en 2019 d'après l'OCDE<sup>1</sup>. En ce qui concerne la zone euro, la croissance devrait plus significativement ralentir du fait de l'Allemagne et de l'Italie, et s'établir à 1,1% en 2019 selon nos prévisions de l'Eurosystème. C'est un ralentissement, et non une récession, et nous espérons encore un raffermissement dans le courant de cette année. .

L'économie française, quant à elle, fait preuve d'une meilleure résilience, avec 1,4% de croissance attendue cette année. Elle est moins exposée au freinage du commerce mondial. L'augmentation des salaires et les mesures prises par le gouvernement pour répondre à la crise des « gilets jaunes » vont permettre une progression importante du pouvoir d'achat moyen par habitant, autour de 2%<sup>2</sup>, la plus forte depuis 2007.

Dans ce climat d'incertitudes, notre politique monétaire doit conjuguer clarté – sur l'objectif de 2% d'inflation à moyen terme, et la séquence de normalisation progressive – et flexibilité – sur le calendrier. C'est ce que nous avons fait en annonçant au début du mois le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel non plus jusqu'à l'été, mais au moins jusqu'à fin 2019. Nous avons aussi décidé une nouvelle série de TLTRO (TLTRO-III) à partir de septembre 2019 afin de préserver la bonne transmission de la politique monétaire via les banques, à des conditions cependant moins exceptionnellement favorables que celles du TLTRO-II. Nous continuons à suivre très attentivement la situation économique ; et nous disposons sans aucun doute des outils et des marges de manœuvre, suffisamment puissants pour agir autant que nécessaire.

Parmi les incertitudes de court terme en Europe, la perspective d'un Brexit dur, très dommageable est malheureusement de moins en moins improbable. Nous ne le souhaitons évidemment pas, mais nous avons déjà pris un certain nombre de précautions. La BCE et la Banque d'Angleterre ont ainsi annoncé l'activation d'une ligne de swap permettant la fourniture d'euros aux banques

---

<sup>1</sup> <http://www.oecd.org/economy/outlook/global-growth-weakening-as-some-risks-materialise-OECD-interim-economic-outlook-handout-march-2019.pdf>

<sup>2</sup> <https://publications.banque-france.fr/projections-macroeconomiques-mars-2019>

britanniques, mais aussi de livres sterling aux banques européennes si nécessaire. Concernant les services financiers, toutes les mesures ont été prises, notamment pour les chambres de compensation, afin d'éviter tout risque sur la stabilité financière en cas de Brexit sans accord. Restent les risques de forte volatilité sur les marchés financiers et de choc négatif sur le PIB britannique – plusieurs points de PIB sur le moyen terme – : ceux-ci ne peuvent être levés que par une clarification politique.

## **II. Face aux défis de long terme, utiliser la politique budgétaire avec sélectivité plutôt que par facilité**

Cependant, la politique monétaire ne peut pas tout : « it cannot be the only game in town ». Il est frappant de voir comment le consensus sur ces limites a réanimé récemment le débat sur les politiques budgétaires. C'est notamment justifié par trois défis de long terme qui exercent une pression à la hausse sur les politiques budgétaires, nous devons en être conscients. Le défi démographique d'abord, qui pousse en Europe à l'augmentation des dépenses de protection sociale des États. Les dépenses liées au vieillissement, regroupant les pensions, les soins de santé et la dépendance représentent déjà 25 % du PIB de l'UE<sup>3</sup> et le ratio des personnes à l'âge de la retraite sur la population d'âge actif devrait presque doubler au cours des 40 prochaines années.

Le défi écologique ensuite, avec le financement de la transition énergétique : la « croissance verte » peut être une opportunité mais requiert de lourds investissements. Le défi de la redistribution enfin ; derrière la montée des populismes partout, il y a le retour de la question des inégalités : il est à mon sens justifié, et il est durable. Et il relance le débat de l'équité fiscale tant entre les individus qu'entre les entreprises, y compris les géants du digital. Face à

---

<sup>3</sup> Commission européenne : [The 2018 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States \(2016-2070\)](#), page 6, Mai 2018.

cette pression budgétaire, deux discussions fortes se développent actuellement aux États-Unis, et méritent l'attention des Européens.

**a) Le chant des sirènes : la *Modern Monetary Theory***

Certains d'entre vous connaissent d'abord la « théorie monétaire moderne » ou *Modern Monetary Theory*, qui semble séduire notamment l'aile gauche du parti Démocrate américain.

Selon cette théorie, la monnaie est un bien « artificiel » émis par le gouvernement. Ainsi, chaque gouvernement peut disposer librement de sa monnaie pour atteindre les objectifs qu'il se fixe, et pour les financer. Selon les défenseurs de la *Modern Monetary Theory*, la dette publique et la monnaie en circulation doivent simplement être vues comme des outils permettant de garantir le plein emploi et la stabilité des prix. En cas de ralentissement économique, l'État peut augmenter les dépenses publiques et/ou réduire les impôts pour relancer l'activité et financer d'éventuels déficits publics par la monnaie. Il y aurait d'autant moins de risques à le faire que l'inflation est aujourd'hui basse, et le serait durablement. Il est normal que cette théorie en séduise plus d'un de par son étonnante simplicité, et surtout par la facilité qu'elle permet.

Toutefois, Larry Summers et Paul Krugman notamment, deux économistes qui prônent pourtant régulièrement les bienfaits d'une relance budgétaire, ont réagi avec force pour nous mettre en garde contre les dangers d'une telle doctrine.

L'histoire - ou la géographie dans nombre de pays en voie de développement aujourd'hui- nous prouve malheureusement à maintes reprises que les pays qui ont voulu monétiser leur dette ont aussi connu, par la suite, des épisodes économiques très douloureux. Le risque majeur est bien sûr celui d'inflation voire d'hyperinflation : c'est pour cette raison que les banques centrales et non les autorités fiscales sont en charge de l'objectif de stabilité des prix. En Europe, le traité de l'Union européenne interdit formellement le financement des États par la banque centrale, même pour les pays qui n'appartiennent pas

à la zone euro. L'objectif monétaire doit l'emporter sur l'objectif budgétaire, et il faut refuser la *fiscal dominance*. Le meilleur moyen pour y parvenir est l'indépendance des banques centrales.

À l'heure où les taux des obligations souveraines d'une grande partie des économies avancées sont historiquement bas, il peut cependant paraître légitime de se poser la question du niveau de dette publique souhaitable. Et ceci m'amène à une autre discussion américaine, beaucoup plus sérieuse, récemment initiée notamment par un économiste français, Olivier Blanchard.

### **b) « Public debt is bad, it is not catastrophic »**

Le point de départ du raisonnement est le constat que de façon générale, le taux d'intérêt auquel peuvent emprunter les États de nos jours, taux nominal considéré sans risque et noté  $r$ , est inférieur au taux nominal de croissance de l'activité économique,  $g$ . C'est la fameuse inégalité,  $r < g$ .

Si  $r$  était de façon certaine indéfiniment inférieur à  $g$ , peu importerait le niveau de dette actuel, un État n'aurait pas besoin d'augmenter les impôts ou de réduire ses dépenses pour rembourser sa dette. Il pourrait tout simplement renouveler sa dette, payer des intérêts dessus à un taux  $r$  très avantageux et mécaniquement le ratio dette-sur-PIB diminuerait. Il pourrait même s'il le souhaitait augmenter les dépenses publiques dans la limite du raisonnable sans mettre en danger la soutenabilité de la dette publique.

La réalité est toutefois plus nuancée<sup>4</sup>. Même si l'inégalité  $r < g$  est vérifiée aujourd'hui à l'échelle mondiale, elle n'est pas forcément stable et uniforme. Ni dans l'espace, notamment en zone euro, ni nécessairement dans le temps. Parmi les pays avancés, l'inégalité est davantage observée pour les pays dits de « refuge », c'est-à-dire ceux vers lesquels les capitaux internationaux se réfugient en cas de crise (les fameux « safe haven ») et ceux qui peuvent emprunter dans leur propre devise auprès des investisseurs étrangers. Ce

---

<sup>4</sup> Cristina Checherita-Westphal (février 2019), « Interest rate-growth differential and government debt dynamics », Bulletin Economique de la BCE.

« privilège exorbitant » peut disparaître à tout moment si ces pays se mettent à agir de façon irresponsable et perdre ainsi la confiance des agents économiques envers leur monnaie. En outre, à la différence de ces « safe havens », la dette de certains pays comme l'Italie est déjà à l'heure actuelle sujette à une prime de risque de crédit :  $r$  y est supérieur à  $g$  et une politique budgétaire expansionniste risquerait d'y entraîner un effet « boule de neige ». L'inégalité  $r < g$  n'est pas non plus assurée d'être stable dans le temps : on sait que les taux d'intérêt actuels sont à des niveaux inhabituellement bas, d'un point de vue historique ; or les Etats « roulent » leurs dettes sur des durées extrêmement longues, voire de façon perpétuelle.

En réalité, ce qui est déterminant à terme, c'est le niveau de «  $g$  », la croissance économique. La dette ne permet de l'augmenter que si (i) il y a un déficit durable de demande et/ou (ii) elle correspond à une allocation des fonds publics vers des dépenses « de qualité » qui auraient pour effet d'augmenter la croissance potentielle. Dans le cas contraire, il existe un fort risque que la relance budgétaire devienne récurrente, qu'elle se substitue aux réformes nécessaires du côté de l'offre, et qu'elle fasse *in fine* diminuer le niveau de  $g$  dans le temps : le cas de la France depuis deux décennies et de quelques autres pays ne peut malheureusement que nourrir ce doute.

Blanchard est lui-même nuancé sur cette question, avec l'équilibre des grands économistes. Il affirme que « la dette publique est mauvaise mais pas catastrophique. Elle peut être utilisée, mais à bon escient. » Il vise notamment le financement de vastes projets d'infrastructure dont les bénéfices économiques et sociaux dépassent très nettement les coûts.

Il me semble donc que de ce débat, il faut à ce stade retenir deux prescriptions sélectives. Pour les pays dits « refuge » ou disposant de finances publiques leur offrant des marges de manœuvre suffisantes, la politique budgétaire peut contribuer à alléger la pression sur la politique monétaire non conventionnelle lorsque le cycle économique le justifie : ce peut être le cas, en Europe, de l'Allemagne, des Pays-Bas... voire théoriquement de la Suisse mais vous êtes meilleurs juges. Mais pour la zone

euro dans son ensemble, nous en sommes encore loin, y compris parce que nous n'avons institutionnellement aucun instrument budgétaire unifié. Deuxièmement, il paraît essentiel de choisir les dépenses ou les allègements d'impôt à fort impact sur la croissance de long terme. La qualité et l'efficacité du contenu est malheureusement trop souvent « l'angle mort » du débat budgétaire : la BCE réitère, inlassablement à chaque réunion monétaire, son appel à une « composition des finances publiques plus propice à la croissance ». Par ailleurs, pour les pays ne disposant pas de marges budgétaires, la priorité consiste à entreprendre les réformes structurelles nécessaires pour relever leur taux de croissance « g ». Cela passe plutôt, dans leur cas, par une meilleure maîtrise des dépenses publiques. En France, la baisse du déficit public à 2,5 % du PIB en 2018 annoncée hier est un pas encourageant, qu'il faut résolument poursuivre à moyen terme.

### **III. Renouveler le modèle de croissance européen par l'addition de réformes nationales et de coopération renforcée**

Mener à bien les réformes nationales dans la durée est une des clés de la croissance. Concernant par exemple la digitalisation de l'économie et les profondes mutations du marché du travail qu'elle induit, la priorité absolue doit porter sur la formation initiale et professionnelle pour augmenter la capacité d'adaptation de chacun au changement technologique. Mais nous avons besoin à la fois de réformes nationales et de coopération européenne renforcée : notre débat en Europe oppose les deux depuis trop longtemps, et de façon trop stérile.

Les succès européens devraient pourtant nous inspirer confiance pour l'avenir. L'euro fête cette année ses 20 ans et ses résultats sont tangibles. L'inflation a été maîtrisée et est restée proche de sa cible de 2% sur le moyen terme : en moyenne les prix à la consommation qui avaient augmenté de 4,9% par an pour la zone euro entre 1979 et 1998, ont crû de 1,7% par an depuis 1999.



En conséquence, 75% des citoyens de la zone approuvent la monnaie unique, et 81% des Allemands. Cette confiance est notre plus grand succès, et notre plus grande obligation pour l'avenir.

Parmi les atouts européens, je citerai également notre modèle social commun – y compris avec la Suisse – qui repose sur trois piliers : un accès large à des services publics de qualité, dont l'éducation ; moins d'inégalités via la solidarité sociale et fiscale ; et un dialogue social organisé dans les entreprises. Ce modèle souffre cependant de certaines faiblesses, d'où l'importance des réformes structurelles évoquées précédemment. Mais n'ayons aucun doute que face à l'attente d'équité des citoyens partout, au besoin de cohésion des sociétés, l'Europe a des réponses qui intéressent le monde.

Ces atouts mêmes doivent nous inciter à plus de confiance en nous-mêmes, et plus d'audace pour renforcer la coopération européenne là où elle est nécessaire. Si l'Union monétaire est un succès, le caractère incomplet de l'Union économique reste un handicap : la politique monétaire, si elle reste l'unique instrument commun, risque d'être à nouveau trop sollicitée en cas de retournement économique. C'est une crainte allemande que je comprends et partage : mais pour cette raison même, les pays du Nord de l'Europe ne devraient pas avoir peur de renforcer certains mécanismes d' « amortisseurs » privés, voire publics.

Pour investir et innover, sur le digital ou sur la transition énergétique par exemple, les entreprises doivent pouvoir mobiliser la ressource abondante qu'est l'excédent d'épargne européenne, à 340 milliards d'euros l'an dernier. L'approfondissement de l'Union des marchés de capitaux doit permettre aussi de répondre aux besoins de renforcement des fonds propres des entreprises.

Dans le même sens, je veux saluer la proposition récente d'Annegret Kramp-Karrenbauer de développer un vrai « marché unique des banques ». Alors faisons-le, vraiment : l'achèvement de l'Union bancaire et la levée des obstacles réglementaires et politiques aux consolidations transfrontières

devraient enfin permettre de créer un environnement favorable au développement de banques paneuropéennes. C'est une priorité pour contribuer au règlement du problème du cercle vicieux entraîné par les liens trop étroits des banques avec leur État d'origine, mieux faire circuler l'épargne vers les investissements productifs et améliorer la compétitivité des banques européennes au plan international.

L'addition de l'Union des marchés de capitaux et de l'Union bancaire doit constituer à mes yeux une Union de financement pour l'investissement et l'innovation au bénéfice des investissements productifs requis en particulier dans l'innovation, l'éducation et la transition énergétique.

Au-delà du renforcement de l'intégration des financements privés, certains dispositifs publics sont aussi nécessaires. L'un des axes doit en être le renforcement du Mécanisme européen de stabilité (MES), et notamment la meilleure accessibilité de ses instruments de précaution qui permettraient de prévenir les crises financières ex ante. Par ailleurs, le début d'accord sur un instrument budgétaire pour la convergence et la compétitivité de la zone euro va dans le bon sens. Mais l'ensemble de la zone euro aurait intérêt à progresser sur sa fonction de stabilisation de la conjoncture. Ceci ne nécessite ni transferts permanents, ni *Eurobonds*, s'il faut encore le rappeler.

\*\*

Puis-je conclure mon intervention en rappelant le serment du Grütli, fondateur du Pacte fédéral suisse. En 1291, les habitants de plusieurs vallées se sont juré de se prêter assistance mutuelle pour faire face à leurs défis communs. Cette solidarité a participé à faire de la Suisse le pays prospère qu'il est aujourd'hui. Les Européens devraient garder en tête Grütli : les efforts de chacun et la coopération entre tous sont la meilleure réponse aux incertitudes des temps<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Je remercie notamment Camille Fabre, Valère Fourel, Jean-Baptiste Gossé et Emilie Hermet pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

