



Conférence inaugurale d'EconPol Europe

Bruxelles, le 9 novembre 2017

« L'euro - quelle direction prendre ? »

Discours de François Villeroy de Galhau ¹,

gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Clémence Choutet (+33 1 42 97 74 51 ; clemence.choutet@banque-france.fr).

M. le Président, Mesdames et Messieurs,

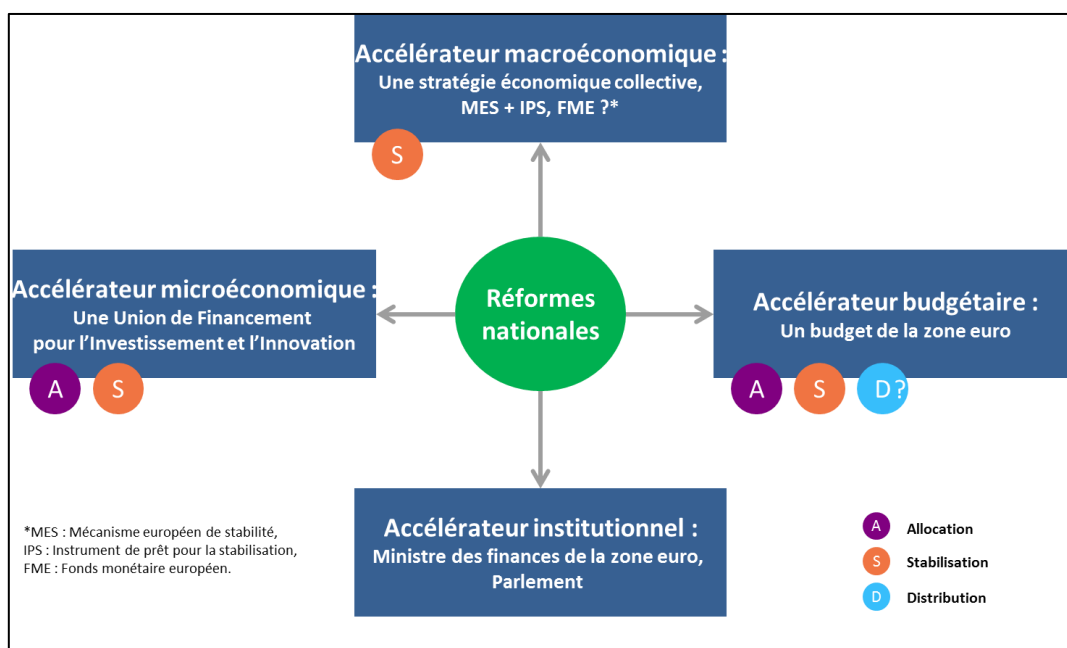
C'est un plaisir pour moi d'être à Bruxelles aujourd'hui, un plaisir rare pour un banquier central... qui est plus souvent à Francfort. Je salue le fait qu'à EconPol Europe, vous ayez choisi l'euro comme thème de votre conférence inaugurale et je vous remercie de m'avoir invité à intervenir à cette occasion. Depuis Maastricht, il y a 25 ans, nous avons réussi à construire une union **monétaire**. Mais nous n'avons pas atteint nos objectifs en ce qui concerne l'union **économique**. Afin d'éviter de faire peser une charge trop importante sur la politique monétaire, notre Union doit marcher sur ses deux jambes et non sur une seule : c'est pourquoi nous sommes légitimes, comme banquiers centraux, à proposer des réflexions sur ce sujet, même si nous ne sommes pas – légitimement – ceux qui décident.

Il est désormais urgent d'avancer sur l'union économique, d'autant plus que le contexte économique est à présent favorable, comme l'a confirmé aujourd'hui la Commission européenne. La croissance de la zone euro, de 2,2 % en 2017, devrait être la plus élevée depuis 10 ans et être aussi forte qu'aux des États-Unis. Elle pourrait même être légèrement plus élevée que prévu pour la France (1,6 %), au regard des prévisions publiées ce matin par la Banque de France pour le quatrième trimestre (0,5 %). Elle sera soutenue au cours des deux prochaines années grâce à la vigueur de l'investissement et à une convergence accrue entre les pays. Ces prévisions, qui incluent une inflation positive mais toujours modérée, confirment l'opportunité de la normalisation progressive de la politique monétaire que nous avons engagée.

Mais le débat risque aujourd'hui d'en rester à deux vieilles divisions : les « règles allemandes » contre les « dépenses françaises », et la « méthode communautaire » contre la « méthode intergouvernementale ». Il y a trop de peurs et de suspicions héritées du passé, alors que nous vivons des temps nouveaux – y compris grâce à l'accélération des réformes en France – et une

opportunité historique. À Rome, le 25 mars dernier, les États membres ont tous souhaité « l'achèvement de l'Union économique et monétaire ». Nous sommes d'accord sur le « **pourquoi** » : plus de **stabilité**, face au risque d'une prochaine crise qui trouverait la zone euro démunie ; et plus de **croissance**, pour combler notre retard passé par rapport aux États-Unis et traiter enfin la maladie mortelle du chômage de masse en Europe.

Mais **comment** atteindre cet objectif partagé ? Il nous faut activer quatre accélérateurs : un accélérateur **macro**, qui consisterait en une stratégie économique collective partagée par l'ensemble des États membres de la zone euro ; un accélérateur **micro**, sous la forme d'une Union de financement pour l'investissement et l'innovation, qui irait plus loin que l'Union des marchés de capitaux ; un accélérateur **budgétaire**, qui s'appuierait sur un budget de la zone euro. Le quatrième accélérateur n'est pas sur le fond, mais serait plutôt un « facilitateur » des trois premiers : pour les **institutions**, un ministre des Finances de la zone euro et un parlement de la zone euro.



Ces accélérateurs contribueraient aux fonctions de la politique économique définies par Musgrave² : allocation, stabilisation et distribution. La fonction d'**allocation** vise à garantir l'efficacité de l'utilisation des ressources. Ce serait à l'évidence le rôle de l'accélérateur micro, mais également celui de l'accélérateur budgétaire, par le biais du financement des biens communs en Europe. La fonction de **stabilisation** consiste à lisser le cycle et à amortir l'effet des crises, ce qui pourrait être assuré principalement par l'accélérateur macro, mais également par l'accélérateur micro, grâce à l'amélioration du partage du risque privé et, peut-être aussi, par l'accélérateur budgétaire. Enfin, la fonction de **distribution** devrait favoriser un partage équitable du revenu. Ce rôle pourrait éventuellement revenir à l'accélérateur budgétaire, mais sa mise en œuvre exigerait un renforcement de la confiance et de la convergence économique entre les États membres de la zone euro afin d'éviter une « union de transferts » qui ne profiterait qu'à certains pays : dans ce cas, je comprendrais les craintes allemandes.

Ces quatre accélérateurs sont donc nécessaires, mais cela ne signifie pas qu'ils doivent tous être mis en œuvre en même temps. Les deux derniers accélérateurs, l'accélérateur budgétaire et l'accélérateur institutionnel, supposent en effet de modifier les Traités, sauf à n'être que très partiels. Toutefois, cela ne doit pas nous empêcher de prendre immédiatement des mesures concernant les deux premiers accélérateurs, à savoir macro et micro, sur lesquels j'insisterai aujourd'hui. Je souhaite partager quelques réflexions, utiles pour les propositions que la Commission européenne remettra en décembre, et pour notre débat aujourd'hui. Plus précisément, je me concentrerai sur une partie de chacun de ces accélérateurs, où des progrès rapides peuvent être faits : j'insisterai d'abord sur la création d'un instrument de prêt pour la stabilisation (*Stabilisation Lending Instrument* - SLI) au sein de l'accélérateur macroéconomique, puis j'aborderai plus en détail l'achèvement de l'Union bancaire dans le cadre de l'accélérateur micro.

I. **Un accélérateur macro, comprenant un instrument de prêt pour la stabilisation et éventuellement un Fonds monétaire européen.**

L'accélérateur macroéconomique repose sur un constat simple : la croissance et l'emploi seraient plus élevés dans la zone euro si nous combinions davantage de réformes structurelles dans les pays où elles sont nécessaires, comme la France ou l'Italie, et davantage de relance dans les pays disposant d'une marge de manœuvre à cet égard, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas. Pour parvenir à cette stratégie économique collective, les États membres doivent sceller un accord, qui pourrait être préparé et adopté dès 2018.

Outre cet engagement, je suggère également la création d'un instrument de prêt pour la stabilisation au niveau de la zone euro et je voudrais détailler quelques aspects fondamentaux s'agissant de ses objectifs et de son efficacité opérationnelle. J'évoquerai ensuite plus largement la possibilité d'un Fonds monétaire européen.

Je commencerai par les **objectifs**. L'instrument de prêt pour la stabilisation fournirait des prêts aux États membres de la zone euro confrontés à un choc économique asymétrique, afin de soutenir leurs politiques contracycliques. La Finlande, par exemple, a été confrontée à un triple choc asymétrique à la fin des années 2000, en raison de la chute de Nokia, du déclin de l'industrie du papier et du contrecoup de la crise russe – le PIB en volume s'est contracté de 9 % en 2009. Un tel choc pourrait aussi résulter, entre autres exemples, d'une incertitude politique temporaire – pourvu qu'elle ne soit pas due à des politiques économiques inadaptées –, de catastrophes naturelles ou d'une perte de confiance irrationnelle sur les marchés financiers provoquant une pression excessive sur l'écart de rendement (*spread*) souverain. L'instrument de prêt pour la stabilisation serait un complément des stabilisateurs nationaux et ne s'y substituerait pas. Il aiderait les États membres à ne pas abandonner

leurs investissements à long terme, en particulier en évitant un écart injustifié dans leurs conditions de financement.

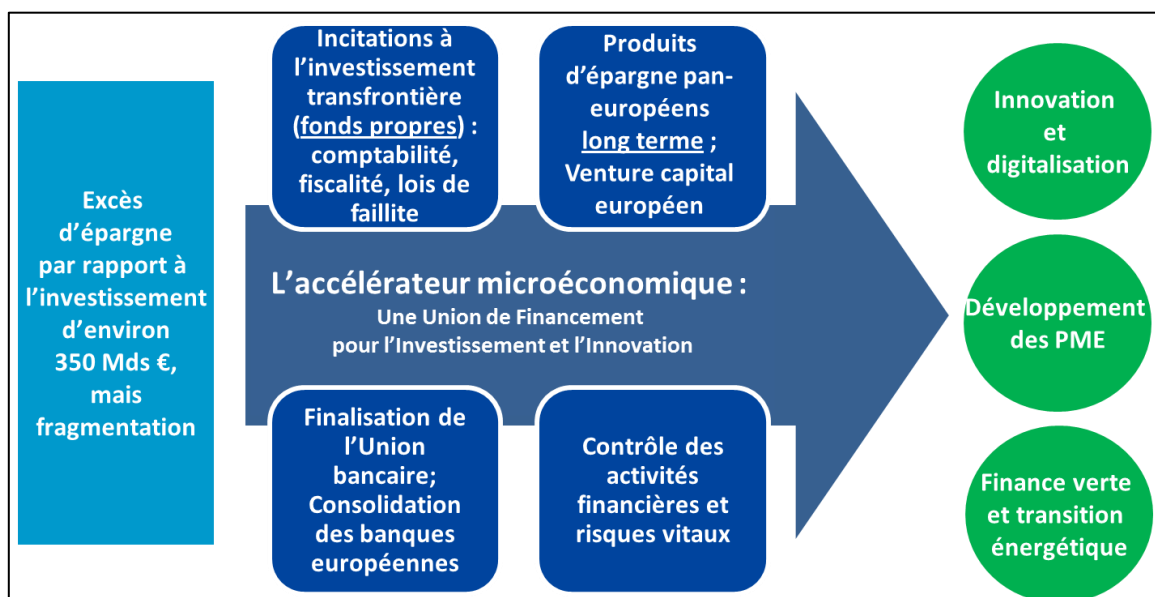
Au-delà de cet instrument de prêt pour la stabilisation, la création d'un « fonds pour les mauvais jours » (*rainy day fund*) doté de ressources budgétaires pourrait être envisagée à un stade ultérieur, une fois renforcées la confiance et la convergence économique entre les États membres.

Concernant l'**efficacité opérationnelle** de l'instrument de prêt pour la stabilisation, l'accès à cet instrument devrait être simple, sur la base de critères macrofinanciers soigneusement sélectionnés. Les conditions minimales seraient, premièrement, que les États membres se conforment véritablement aux règles communes, à savoir le Pacte de stabilité et de croissance et la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, et, deuxièmement, qu'ils conduisent effectivement des politiques conformes à la stratégie économique collective de la zone euro. Toutefois, contrairement aux instruments du MES (Mécanisme européen de stabilité) utilisés jusqu'à présent, l'accès à l'instrument de prêt pour la stabilisation ne devrait pas être subordonné à la mise en œuvre d'un programme d'ajustement. Sa conception serait telle qu'il n'induirait pas de stigmatisation des États membres.

La question de la **gouvernance** m'amène à une réflexion plus large sur l'idée d'un Fonds monétaire européen (FME). Un FME n'aurait de sens que si son rayon d'action et sa gouvernance dépassaient ceux du MES actuel. Sinon, pourquoi lui donner un autre nom ? Le rayon d'action d'un éventuel FME ne devrait pas se limiter à la gestion de crise. Nous devrions lui confier le rôle de prévention des crises au sens large, y compris les prêts conditionnels par le biais de l'instrument de prêt pour la stabilisation que j'ai proposé. Cela nécessiterait des processus de décision qui ne seraient pas paralysés par une

gouvernance fondée sur le droit de veto. En tant que président de l'Eurogroupe et membre de la Commission européenne, le ministre des Finances de la zone euro présiderait en toute logique le conseil des gouverneurs d'un FME et jouerait un rôle plus important dans les situations nécessitant l'avis du conseil. En temps voulu, il serait bénéfique de communautariser ce FME, c'est-à-dire d'ancrer cette institution dans le cadre du droit de l'Union. Dans ce cadre, et dans ce cadre seulement, il serait pertinent de confier à un FME une mission de surveillance élargie, y compris la tâche de contrôler le respect des règles communes, un rôle aujourd'hui assigné à la Commission européenne.

II. Un accélérateur micro, comprenant l'achèvement de l'Union bancaire



J'en viens maintenant à l'accélérateur microéconomique de l'Union économique : une Union de financement pour l'investissement et l'innovation. L'objectif est de mieux orienter les 350 milliards d'euros d'excédent annuel d'épargne de la zone euro vers l'investissement productif, notamment en faveur des fonds propres qui sont la clé d'une économie de l'innovation. Grâce à une gouvernance unifiée, cette **Union de financement** permettrait de contourner les obstacles bureaucratiques et de renforcer les synergies entre

les composantes déjà existantes : le plan d'investissement Juncker, l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire. Cependant, pour que cette Union de financement soit efficace, des progrès sont encore nécessaires dans **quatre domaines clés** : premièrement, en incitant aux investissements transfrontières (essentiellement en fonds propres) par le biais de réformes des règles comptables, de la fiscalité et des lois de faillite ; deuxièmement, en développant à l'échelle européenne des produits d'épargne de long terme – avec un rôle essentiel pour le secteur des assurances – et des véhicules d'investissement, tels que des fonds de capital-risque européens ; troisièmement, en achevant l'Union bancaire ; quatrièmement, en contrôlant les activités financières et les risques dont l'importance est vitale pour la zone euro, comme les contreparties centrales super-systémiques. Et ainsi, nous pourrions obtenir des gains significatifs pour la digitalisation, le développement des PME ou la transition énergétique. Je mettrai l'accent aujourd'hui sur le troisième aspect : l'achèvement de l'Union bancaire.

L'Union bancaire, qui constitue une avancée majeure pour la zone euro, est désormais opérationnelle, sur la base d'une réglementation uniforme (*single rulebook*) et de deux piliers déjà en place : le mécanisme de surveillance unique (MSU) depuis fin 2014 ; et le mécanisme de résolution unique (MRU), depuis début 2016. Ces deux piliers devront être complétés par un troisième pilier relatif à la garantie des dépôts, pour lequel nous pourrions trouver des compromis pratiques et raisonnables. Mais j'insisterai également sur deux défis qui sont moins souvent mentionnés : la cohérence et les consolidations.

Le premier défi consiste à **parvenir à une meilleure cohérence entre réglementation, supervision et résolution**, à trois niveaux :

- premièrement, dans les **mécanismes concrets** : la finalisation et la simplification du pilier « résolution » devraient être une priorité. Le cas des banques italiennes a illustré à quel point il était complexe de combiner le

régime de résolution établi par la directive sur le redressement et la résolution des défaillances bancaires (BRRD) et le cadre des aides d'État visant à une liquidation ordonnée. Par ailleurs, il est nécessaire de renforcer la confiance dans le Fonds de résolution unique (FRU) et d'accroître sa capacité d'intervention. La mise en place d'un filet de sécurité commun, mentionné dans la communication de la Commission européenne du 11 octobre, constitue une piste prometteuse, qui pourrait prendre la forme d'une ligne de crédit accordée par le MES. Par ailleurs, la question de la **liquidité** des entités ayant récemment fait l'objet d'une résolution (essentiellement les « banques saines ») n'est pas traitée de façon suffisamment claire : il est important de clarifier le soutien en liquidité qui peut être apporté par des sources publiques, au-delà de celui qui peut être légitimement attendu de l'Eurosystème.

- deuxièmement, la cohérence du **cadre et des exigences juridiques** : confrontés à l'accumulation d'exigences nouvelles et « séparées », nous devons adopter une approche holistique et cohérente afin d'éviter une surcharge prudentielle. En particulier, l'exigence en matière de capacité totale d'absorption des pertes (TLAC) résultant du nouveau cadre international nécessite au niveau européen une adaptation cohérente de l'exigence minimale pour les fonds propres et les engagements éligibles (MREL). De la même façon, les conséquences du paquet de réformes internationales de Bâle III, s'il était approuvé, doivent être attentivement prises en compte, car il entraînerait une augmentation des actifs pondérés des risques, ce qui aurait par ricochet un impact sur le MREL. Toutes ces évolutions, conjuguées aux exigences de fonds propres au titre du Pilier II, pourraient entraîner une surcalibration : chaque décision individuelle est peut-être nécessaire, mais pas leur accumulation quelque peu désordonnée. Et nous ne devons évidemment pas porter atteinte à l'égalité de traitement entre les banques de la zone euro et leurs concurrentes étrangères.

- troisièmement, dans **les interactions entre autorités**, qui doivent être améliorées : même s'il a été réglé de façon satisfaisante, le cas de la Banco Popular a également montré l'importance d'une coopération étroite et rapide entre les autorités de surveillance et de résolution, à la fois au niveau européen et au niveau national. À cet égard, il y a encore matière à améliorer la coordination entre les différentes autorités européennes (MSU et BCE, MRU, Commission et ABE) afin d'établir plus clairement qui est le « pilote dans l'avion » en matière de gestion de crise. Par la suite, nous pourrions même envisager de mettre en place une autorité bancaire unique pour notre Union bancaire unique, qui agirait pour renforcer la solidité du secteur bancaire européen.

Le second défi consiste à **soutenir les consolidations transfrontières des banques dans la zone euro**. La présidente du MSU, Danièle Nouy, a également insisté sur ce point il y a quelques jours. À cet égard, nous accusons toujours un retard important par rapport au marché américain : aux États-Unis, la part de marché des cinq premières banques est de plus de 40 %, alors que dans la zone euro, la part de marché des cinq premières banques est inférieure à 20 %. Des consolidations transfrontières saines et solides permettraient aux banques de mieux diversifier leurs risques dans l'ensemble de la zone euro et d'orienter plus efficacement l'épargne vers les investissements au-delà des frontières ; cela renforcerait l'Union de financement que j'ai évoquée précédemment.

Du point de vue des autorités de **surveillance**, cela implique de favoriser une approche sur une base consolidée en accordant davantage de dérogations en matière de liquidité et de fonds propres, afin de permettre une allocation plus flexible des capitaux et de limiter le cloisonnement (*ring-fencing*). La rapidité d'exécution des transactions transfrontières est également essentielle : la mise en œuvre d'une procédure accélérée par le MSU permettrait de régler cette

question. Du point de vue de la **résolution**, les exigences internes de MREL pourraient constituer un outil pour faciliter la résolution des institutions, mais elles perdraient leur sens si elles étaient calculées sur une base nationale. En effet, l'existence de MREL internes dans tous les pays pourrait constituer un obstacle au marché unique et aux fusions transfrontières entre banques européennes. Enfin, nous devons lever les obstacles économiques et juridiques aux fusions transfrontières : l'asymétrie d'information, les créances douteuses et les structures juridiques anti-OPA dans différents pays. En tant que première étape concrète, je propose que l'Autorité bancaire européenne publie un recensement exhaustif de l'ensemble des obstacles aux activités et aux fusions transfrontières qui découlent de la réglementation et de la supervision. L'objectif est limpide : au sein d'une Union monétaire et bancaire, une fusion transfrontière ne doit pas poser plus de difficultés et de complications qu'une fusion « domestique ». La logique de l'union bancaire est qu'elle doit être considérée, à des fins bancaires, comme une juridiction unique.

**

Je voudrais conclure par une citation d'un des pères fondateurs de l'Europe. Le 10 décembre 1951, Robert Schuman a déclaré devant l'Assemblée du Conseil de l'Europe : « Faute de nous décider à temps, Mesdames, Messieurs, nous risquons de manquer pour l'Europe et pour nos pays la dernière chance de salut ». Dans le contexte de l'après-guerre, il était bien conscient de la nécessité urgente d'agir en Europe. Dans le contexte actuel, nous devrions profiter de ce sentiment d'opportunité unique. Il existe bien entendu des projets qui ne sont pas économiques : par exemple, le défi du changement climatique, l'éducation et la formation des jeunes – à cet égard, un programme Erasmus Pro doit être une priorité pour les jeunes non qualifiés et sans emploi. Mais dans le domaine économique qui est l'objet de mon propos aujourd'hui, c'est maintenant ou jamais : le moment est venu d'accélérer le mouvement en Europe. Je vous remercie de votre attention.

¹ Je remercie Marine Dujardin, Jordan Granata, Simon Laplace, Olya Ranguelova, Bérengère Rudelle, Caroline Varlet et Edouard Vidon pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

² Musgrave (R.) et Musgrave (P.), « *Public Finance in Theory and Practice* », McGraw Hill, 1989.