



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

DIE ZEIT – 18 octobre 2017

M. Villeroy de Galhau, lorsque vous fermez les yeux et que vous pensez à l'Europe, que voyez-vous, des lignes rouges ou de nouveaux horizons ?

Je préfère garder les yeux ouverts ! Nous voyons alors que la situation économique s'améliore. Nous tablons sur une croissance de 2,2 % pour la zone euro en 2017. Le chômage diminue : la zone euro a créé 7 millions d'emplois depuis début 2013 et la politique monétaire a joué un rôle important dans cette reprise.

Le nouveau président français, Emmanuel Macron, a parlé de « nouveaux horizons » pour l'Europe et le chef du parti libéral-démocrate (FDP), Christian Lindner, a fixé avant les élections allemandes des « lignes rouges » pour la politique européenne. De quoi avons-nous besoin ?

Il nous faut probablement les deux : des lignes rouges et de nouveaux horizons.

C'est une réponse très diplomatique.

Non, j'en suis convaincu. Cessons – enfin – d'opposer les « règles allemandes » et les « visions françaises ». Les Allemands soulignent – et ils ont raison – qu'il nous faut davantage de réformes sur la scène nationale, en commençant par la France. Mais sur la scène européenne, nous avons également besoin d'une Union économique plus forte. N'oublions pas ce sur quoi nous nous sommes mis d'accord dans le cadre du traité de Maastricht il y a 25 ans : il s'agissait d'une union économique ET monétaire. L'union monétaire est un succès, mais pour ce qui est de l'union économique, il y a encore du

travail. Ce travail est nécessaire pour éviter que la politique monétaire ne soit la seule partie à jouer « (the only game in town) », ce dont les Allemands s'inquiètent à juste titre. Et pour réduire un chômage encore trop élevé en Europe (à 9 %), tout en renforçant notre capacité collective de résistance dans l'hypothèse d'une nouvelle crise.

Je ne parlerais pas de succès pour une union monétaire qui a failli voler en éclats il y a quelques années. Mais parlons de l'union économique qui, selon vous, est encore à réaliser. Qu'entendez-vous par là ?

L'euro bénéficie du soutien de 81 % des Allemands et a résisté à la pire crise financière, ce qui fait clairement de l'union monétaire un succès. En ce qui concerne l'union économique, nous avons d'abord besoin de réformes nationales, que nous voyons actuellement mises en œuvre en France. Mais nous devons également renforcer la zone euro. Trois accélérateurs peuvent être mobilisés à cet effet : premièrement, une Union de financement pour l'investissement et l'innovation, afin de mieux utiliser l'excédent d'épargne européenne de 350 milliards d'euros par an. Nous avons fait cette proposition d'Union de financement avec mon confrère Jens Weidmann, président de la Bundesbank, dès février 2016. Deuxièmement, une meilleure coordination des politiques économiques : comme les réformes sont plus nombreuses en France aujourd'hui, il existe également une marge de manœuvre pour des mesures de relance dans d'autres pays comme l'Allemagne.

Vous voulez proposer un programme d'investissements publics pour l'Allemagne ?

C'est évidemment à l'Allemagne de décider du type de relance qu'elle souhaite. Il pourrait s'agir d'investissements publics comme proposé dans le rapport unanime de la commission présidée par l'économiste Marcel Fratzscher en 2015. Il pourrait s'agir de baisses d'impôts pour les ménages allemands ou de hausses des salaires comme Jens Weidmann l'a évoqué il y a quelques années.

Les Allemands sont-ils prêts à accepter des mesures de relance ?

Ces différentes possibilités ont été évoquées dans des débats internes en Allemagne et le FMI les a également préconisées dans son dernier rapport. Plus généralement, la

coordination des politiques économiques doit se traduire par une meilleure stratégie collective de la zone euro. Par le passé, les débats entre partisans de réformes nationales et partisans d'une coordination des politiques économiques n'ont guère donné de résultats. A la vérité, les deux sont nécessaires.

Au-delà de la coordination des politiques économiques, que faut-il penser d'un budget commun ?

Comme l'a proposé le président Emmanuel Macron, c'est l'idée selon laquelle nous avons des biens communs qui devraient être financés collectivement, comme la défense, la protection des frontières extérieures, la transformation numérique et la gestion de la crise des réfugiés. Ils pourraient être financés en partie par l'épargne privée : c'est ce que j'appelle l'Union de financement pour l'investissement. Et il nécessiteront pour partie également des dépenses publiques communes, qui profiteront à tous les pays, l'Allemagne y compris. Par conséquent, ce budget, le troisième des trois accélérateurs que j'ai évoqués, ne serait en aucun cas une « union de transfert ». Une union de transfert, au contraire, serait un budget à sens unique dans lequel les mêmes pays seraient toujours contributeurs et les autres toujours bénéficiaires. Si tel était le cas, je comprendrais les craintes des Allemands.

En Allemagne, après les élections, ce genre d'idée aura plus de mal à trouver un écho. Le FDP est en pourparlers avec l'union chrétienne-démocrate (CDU) et les Verts pour la formation d'un gouvernement. Et il est opposé à un budget commun pour la zone euro, qu'il qualifie de « collectivisation de la dette ».

La Banque de France et son gouverneur sont pleinement indépendants depuis désormais 23 ans. Je n'ai évidemment pas à commenter la situation politique en Allemagne. Mais je fais confiance à nos amis allemands pour enfin dépasser les peurs habituelles. L'Allemagne est très attachée à la zone euro. Les Allemands sont très favorables à l'euro. Toutes les analyses économiques montrent que l'euro a été bénéfique pour tous les pays, mais c'est l'Allemagne qui en a retiré le plus d'avantages. La France se réforme courageusement. C'est le moment de construire pour demain : c'est maintenant ou jamais.

Pourquoi maintenant ou jamais ?

Nous bénéficions d'une reprise de l'économie et d'un alignement des calendriers électoraux en Allemagne, en France et dans d'autres pays. Et nous avons des incitations de l'extérieur : j'entends par là le Brexit et ce qui se passe aux États-Unis sous la présidence de Donald Trump. Comme l'a dit fort justement la chancelière Angela Merkel, il est temps que nous, Européens, prenions notre avenir en main.

Vous avez proposé quelque chose de bien plus radical : un fonds commun qui prêterait aux pays européens rencontrant des difficultés financières – sans conditions préalables.

Ce n'est en aucun cas radical, c'est une mesure plutôt simple, complémentaire – ou qui pourrait s'intégrer – à d'autres propositions comme l'idée d'un Fonds monétaire européen élargi. Ce fonds de stabilisation commun pourrait être un recours pour les pays de la zone euro confrontés à des chocs temporaires alors même qu'ils mettent en œuvre des politiques économiques appropriées et respectent les règles communes. Ce fonds pourrait emprunter sur le marché et ensuite prêter aux pays dans lesquels les taux d'intérêt – le « spread » – à payer seraient à titre transitoire nettement plus élevés que ne le justifieraient les fondamentaux économiques. Cela aiderait ces pays, sans transferts budgétaires.

Mais le prêt, c'est de l'argent, non ?

Oui. Mais ce n'est pas un transfert, il s'agit d'un prêt alloué dans des cas bien précis et il a vocation à être remboursé.

Cela fonctionnerait comme une euro-obligation indirecte.

Pas du tout ! Si chaque fois qu'il y a une proposition sur le table, vous comprenez Union de transfert ou euro-obligation, nous n'irions pas très loin. Pour moi, les euro-obligations – la mutualisation des dettes – sont clairement exclues.

Parler de l'avenir de la zone euro est important en ce moment, aussi en raison de la politique monétaire. La BCE devrait bientôt sortir de l'état d'urgence dans lequel elle est restée pendant des années. Quand déciderez-vous d'arrêter les achats d'obligations d'État ?

Premièrement, la politique monétaire, ce n'est pas que l'assouplissement quantitatif et les achats d'obligations d'État. Ce n'est pas un solo, c'est un quatuor qui se joue avec trois autres instruments : les taux d'intérêt effectifs, la *forward guidance* et la fourniture de liquidité. À l'aide de ces instruments, nous avons mis en oeuvre une politique non conventionnelle au cours des dernières années, comme la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon l'avaient fait avant nous. C'était notre devoir, conformément à notre mandat de stabilité des prix, qui est un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %. Et cette politique monétaire a été efficace : alors que nous avions une inflation négative il y a deux ans, l'inflation s'est établie désormais à 1,5 % dans la zone euro.

C'est proche de la cible.

Nous avons fait des progrès importants, mais nous n'y sommes pas encore. Par conséquent, il devrait y avoir une réduction appropriée de nos achats nets d'actifs, jusqu'à leur fin possible, mais parallèlement nous préserverons une orientation très accommodante, grâce à tous nos autres instruments. Nous devons parvenir à une réduction appropriée parce que nous avons progressé vers notre cible d'inflation. Mais nous devons préserver une orientation très accommodante parce que nous ne l'avons pas encore atteinte.

La réduction progressive de l'assouplissement quantitatif (*tapering*) se produirait donc l'année prochaine... Il semble qu'il y ait deux possibilités en octobre : réduire les achats obligatoires de 50 %, mais sur une période plus longue, ou les réduire dans de moindres proportions, mais sur six mois seulement. Laquelle de ces options est la meilleure ? Est-ce possible ?

Ces possibilités sont évoquées par les intervenants de marché, ce qui ne veut pas dire qu'il n'existe pas d'autres options. Patience ! C'est au Conseil des gouverneurs de la BCE qu'il reviendra de décider, probablement le 26 octobre. Et plutôt que l'affrontement présumé entre colombes et faucons, c'est le pragmatisme qui prévaudra.

La dernière fois que nous nous sommes rencontrés, il y a un an et demi, vous mettiez en garde contre la déflation. Lorsque nous nous rencontrerons de nouveau dans un an et demi, la BCE achètera-t-elle encore des obligations d'Etat ?

C'est précisément grâce à notre action monétaire que nous avons surmonté ce danger de la déflation. Je ne ferai pas de prévisions quant aux instruments exacts auxquels nous aurons recours dans 18 mois. Mais il est certain que nous agissons en totale indépendance et conformément à la mission qui nous a été donnée par le Traité de garantir la stabilité des prix. Ce sont là des vertus allemandes que je partage complètement, tout comme la « *Nachhaltigkeit* », ce beau mot allemand qui signifie patience et persévérance. Dans le même temps, nous restons vigilants à l'égard de la stabilité financière, et nous nous tenons prêts à empêcher les excès des marchés financiers en utilisant des mesures macroprudentielles si nécessaire.

Ce que vous proposez ressemble à une réduction très lente. Pourquoi ne pas aller plus vite ? Craignez-vous une surréaction des marchés ?

Non ! S'agissant du rythme de réduction des achats nets, j'ai dit précisément « approprié », pas « lent » : les mots comptent pour les banquiers centraux. En ce qui concerne les marchés, il est important de souligner une chose : le programme d'achat d'actifs est efficace principalement grâce au stock d'obligations que nous détenons. La quantité que nous achetons est moins importante que la quantité que nous détenons dans nos portefeuilles. Et la BCE maintiendra un niveau de stock élevé pendant le temps nécessaire.

En d'autres termes, vous réduisez vos achats d'actifs, mais vous garderez le même montant d'actifs en portefeuille, donc vous réinvestirez si une obligation arrive à échéance ?

Exactement. Un jour, les achats nets d'actifs s'arrêteront. Mais nous continuerons de réinvestir afin de maintenir le niveau des actifs à notre bilan. Cet « effet stock » constitue une part importante de l'assouplissement quantitatif. Regardez les États-Unis : ils ont quelques années d'avance sur nous, et ils viennent seulement de décider de réduire le stock d'actifs qu'ils détiennent. Leur exemple illustre l'importance du stock.

Les marchés comprendront-ils cela ? J'ai l'impression que seule les intéresse la question de savoir si Mario Draghi va changer de direction.

Je pense que les marchés comprennent bien cela. Et ils apprécient le fait que la BCE, pendant les années de présidence de Mario Draghi, se soit montrée prévisible dans sa politique et efficace dans ses résultats.

Pour parler de façon imagée, la BCE lève un peu le pied ?

La voie que nous suivons est celle d'une normalisation appropriée et très progressive. Et elle a déjà commencé avec la décision que nous avons prise avec succès en décembre dernier, lorsque nous avons réduit nos achats mensuels de 80 millions à 60 millions d'euros.

Si vous vous adressez à l'homme de la rue, comment lui expliquez-vous que nous avons besoin de l'inflation ?

Nous avons besoin de la stabilité des prix pour créer la confiance dans la vie quotidienne et inspirer des décisions appropriées aux agents économiques.

Pourquoi 2 % alors ? Pourquoi pas une inflation zéro ?

Cette définition de la stabilité des prix remonte à 2003, date à laquelle Otmar Issing était l'économiste en chef de la BCE. Et c'est également celle qu'ont adoptée les banques centrales américaine, britannique et japonaise. C'est une protection contre le danger mortel de la déflation, c'est-à-dire la baisse générale des prix et de l'activité, que l'économie mondiale a vécue dans les années trente, après la crise financière de 1929. Si vous avez une inflation zéro, vous n'êtes pas suffisamment protégé contre ce danger de la déflation. Une inflation légèrement positive facilite également les ajustements nécessaires au sein de l'économie.

Vous avez de la famille en Allemagne et vous voyagez souvent dans ce pays. Alors vous êtes en quelque sorte à moitié Allemand et à moitié Français...

Je suis Français à 100 %. Mais un Français et un Européen qui connaît et qui aime l'Allemagne. J'ai des racines familiales en Sarre et je m'y rends souvent.

Cette histoire franco-allemande fait de vous un bon candidat pour occuper des postes au niveau européen. En 2019, il y aura un poste particulièrement intéressant de disponible : la présidence de la BCE. Êtes-vous intéressé ?

Si vous me permettez : ce sont des bêtises ! (en allemand : Wenn ich es so sagen darf : das ist alles Quatsch !). Ce n'est pas un sujet pour discussion. Nous avons un excellent président de la BCE pour les deux prochaines années, et je suis un gouverneur de la Banque de France heureux et bien occupé, jusqu'en 2021.

Quand vous observez la relation franco-allemande au cours des décennies écoulées, que pensez-vous de la situation actuelle ?

La relation s'est quelque peu déplacée du cœur vers la raison. Dans les années cinquante et soixante, la réconciliation entre la France et l'Allemagne a été le fait du cœur. Aujourd'hui, cette relation est envisagée de façon plus rationnelle. Il y a certes l'amitié, mais également des intérêts communs. La France et l'Allemagne possèdent des forces complémentaires : l'économie, le consensus social ou l'industrie pour l'Allemagne ; la démographie, la défense ou les services pour la France. Et aucun de nos pays ne peut exercer une réelle influence sur le destin de l'Europe – et sur la scène internationale – sans l'autre. C'est aussi simple que cela. Nous avons besoin l'un de l'autre et notre alliance a résisté à tous les changements politiques des deux côtés du Rhin... même si nous ne nous connaissons pas suffisamment bien.

À quoi voyez-vous cela ?

En général, les Allemands connaissent mieux la France que l'inverse, notamment parce qu'ils sont nombreux à venir y passer leurs vacances. L'été dernier, je suis allé sur le lac de

Constance, un endroit merveilleux. Combien de Français connaissent ce lac en comparaison du nombre d'Allemands qui connaissent la Bretagne ou la Côte d'Azur ?

Mais certains clichés sont vrais, n'est-ce-pas ? Les Allemands aiment épargner, les Français aiment un État fort...

Nous pourrions discuter de ces clichés, mais je préfère m'intéresser à une ressemblance importante : nous partageons le même modèle social européen, caractérisé par des services publics forts, un niveau élevé de redistribution sociale et un dialogue social dense. Cette économie sociale de marché est le cœur de notre destin commun.

Vous soulignez les ressemblances. Mais les Français et les Allemands ne s'opposent-ils pas, par exemple, sur l'euro ou l'idée d'un budget commun ? Comment ressentez-vous ces discussions lorsque vous êtes en Allemagne ?

Il est vraiment temps pour nous de dépasser cette tradition de méfiance mutuelle. Pour le formuler de façon positive : le rôle de l'Allemagne en Europe est immense et est allé croissant. Les intérêts allemands et européens coïncident de plus en plus étroitement. Vous avez aujourd'hui avec la France un partenaire fiable. C'est pour cette raison que je dis à mes amis allemands : n'ayez pas peur. N'ayez pas peur de saisir cette occasion unique.