



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

«Brexit ou pas, il faudra renforcer la zone euro»

Le Figaro - 18 avril 2016

Le gouverneur de la Banque de France tire les conclusions des réunions du FMI et de la Banque mondiale.

La lutte contre l'évasion fiscale a été le principal point d'accord des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales du G20 à Washington, en marge des assemblées financières de printemps. Alors que sur tous les continents la croissance s'avère insuffisante, l'Europe est, en outre, confrontée à des défis politiques majeurs. Quelle que soit l'issue du référendum britannique du 23 juin, la zone euro va devoir renforcer son union économique. Et cela passe par une clarification au sein du couple franco-allemand dont François Villeroy de Galhau regrette «une confiance insuffisante». Par ailleurs, le gouverneur s'inscrit en faux contre ceux qui pensent que le crédit bancaire ne repart pas. En France, le Haut Conseil de stabilité financière a même dû lancer une alerte sur l'immobilier de bureau en Île-de-France dont les prix et les financements tendent à s'emballer !

LE FIGARO. - La zone euro est-elle touchée par le manque de tonus de l'économie mondiale que déplore le FMI ?

François Villeroy de Galhau. - Dans les prévisions du FMI, la zone euro est résiliente avec une croissance de l'ordre de 1,5 %, mais cela reste insuffisant, en particulier pour la France dont les chiffres devraient être un peu inférieurs. Le FMI a donc lancé un appel très fort pour une meilleure combinaison des trois composantes de la politique économique. La politique monétaire doit continuer à soutenir l'activité, mais il convient de mieux utiliser l'instrument budgétaire pour les pays qui ont des marges et d'intensifier les réformes structurelles de façon à améliorer le potentiel de croissance à moyen terme.

Lawrence Summers, qui est très écouté dans le monde, note que pour la première fois depuis 1945, les économies souffrent d'une insuffisance de la demande et non de l'offre. Pourquoi ?

Il y a un débat intense sur ce thème aux États-Unis. Les uns mettent l'accent sur l'offre: les innovations ne se traduiraient pas en gains de productivité, comme l'électricité l'avait fait en son temps. Les autres insistent sur la demande: Lawrence Summers souligne le vieillissement et les

inégalités croissantes qui conduisent à un excédent d'épargne comparé aux investissements. Ce débat américain a des leçons pour nous Européens sur l'importance de faire croître la productivité, de maîtriser les inégalités et surtout d'encourager l'investissement. Nous y contribuons à travers le plan Juncker d'investissement public, qu'il faut amplifier, et les taux de financement très favorables grâce à la politique de l'eurosystème.

Le vieillissement et les inégalités sont l'explication à la faiblesse de l'investissement ?

Il y en a d'autres, et notamment le «coût du capital», qui reste très élevé, y compris aux États-Unis. Cela peut paraître paradoxal alors que les taux d'intérêt n'ont jamais été aussi bas. Le coût du capital (*cost of equity*) est le rendement du capital attendu par les analystes sur les fonds propres des entreprises. Ils ont tendance à maintenir la barre très haut, ce qui peut conduire les entreprises à différer les projets d'investissement qui ne remplissent pas cette norme. D'où les rachats de leurs propres actions par les entreprises, ainsi que les distributions de dividendes importantes, particulièrement aux États-Unis.

L'Europe est également touchée, qui affiche un excédent de ses comptes courants, la preuve d'un excédent d'épargne par rapport aux investissements...

Effectivement, la zone euro enregistre un excédent record, qui représente 3 % de son PIB fin 2015. Ceci traduit un excès d'épargne par rapport aux investissements, et c'est d'autant plus regrettable que la zone euro a une croissance insuffisante et un chômage très excessif. Cette situation est clairement sous-optimale.

Quelle en est la cause, pourquoi l'épargne européenne va s'investir ailleurs ?

Tout d'abord, il faut constater que cette épargne est inégalement répartie, dans le nord de l'Europe essentiellement, en Allemagne et aux Pays-Bas dont les excédents de balance des paiements sont élevés car ces pays ont réussi leurs réformes de compétitivité. Mais cette situation reflète aussi en partie une confiance insuffisante entre l'Allemagne et la France: d'un côté, il n'y a pas assez de réformes économiques en France; de l'autre, l'Allemagne ne met pas en œuvre une capacité de relance dont elle dispose. Ce constat est bien connu. Mais pour nouer un pacte de croissance qui permette d'en sortir par le haut, il faut amplifier les réformes dans notre pays et améliorer la confiance qui fait défaut actuellement entre les États européens.

La solution est-elle politique ?

Pour que la confiance mutuelle puisse se cristalliser, l'Europe a besoin d'une institution qui soit chargée de préparer une stratégie économique collective. C'est pour cela que j'ai proposé, après d'autres, la création d'un ministre des Finances de la zone euro qui veille à la mise en œuvre d'une telle stratégie coopérative. Il présiderait l'eurogroupe, et cette stratégie serait ratifiée par le Parlement européen. Chaque État continuerait d'avoir son budget, voté par son Parlement, mais les politiques économiques trouveraient une coordination qu'elles n'ont pas aujourd'hui.

Que pourrait-on en espérer ?

L'enjeu est très concret: ce n'est pas un débat sur «plus de Bruxelles», mais sur plus de croissance. Les économistes ont calculé que faute d'une stratégie commune, depuis la crise des dettes de 2011 la zone euro a eu un manque à gagner de 2 % à 5 % de croissance cumulée, ce qui représente des millions d'emplois.

Que pensez-vous des réticences de l'opinion publique allemande vis-à-vis de la BCE ?

Il faut distinguer en Allemagne un débat sur la politique monétaire, qui est légitime, et une remise en cause de l'indépendance de la BCE, qui ne serait pas acceptable. Le président de la Bundesbank, Jens Weidmann, a fait une mise au point salutaire en rappelant qu'on ne saurait juger la politique de la BCE du seul point de vue des épargnants et des retraités. En Allemagne également, les entreprises, les salariés et les consommateurs bénéficient des taux d'intérêt très bas de la BCE, dont la seule préoccupation est l'intérêt collectif.

Les banques ont des liquidités mais elles ne veulent pas les boire, dit-on. Que répondez-vous ?

C'est faux: le crédit bancaire est reparti. Au début des mesures «non conventionnelles» de la BCE, au printemps 2014, les encours de crédits aux entreprises étaient en diminution de près de 3 % dans la zone euro, alors qu'ils progressent de 1 % aujourd'hui. C'est encore plus vrai en France où les crédits aux entreprises comme aux ménages augmentent au rythme de 4 % l'an. Parallèlement, le taux de créances douteuses est bas, à 4 %: notre système bancaire est solide.

Les économies européennes ne souffrent plus d'un manque de crédits ?

Dans l'ensemble non, et nous surveillons symétriquement l'apparition d'éventuelles bulles financières. Il n'y en a pas globalement en France, mais le Haut Conseil de stabilité financière a lancé vendredi dernier une alerte ciblée sur le secteur de l'immobilier de bureaux en Île-de-France, mettant en garde contre une évolution des prix et des financements potentiellement trop rapide. Nous avons émis un diagnostic sur ce secteur particulier et consulterons les professionnels.

Comment faire la distinction entre «paradis fiscal», où la fiscalité est faible, et les juridictions financières opaques qui favorisent les opérations délictueuses ?

Au G20 de ce week-end, les ministres des Finances européens, dont Michel Sapin pour la France, ont obtenu que les bénéficiaires effectifs de comptes qui se cachent derrière des structures intermédiaires soient identifiés. De même le G20 s'est mis d'accord pour que les juridictions qui ne correspondent pas aux règles de bonne pratique internationales soient désignées, voire sanctionnées. C'est un grand progrès.

Le Brexit, le Grexit, les réfugiés, l'Europe doit-elle craindre une fin de printemps un peu chaude ?

Je souhaite évidemment que le Royaume-Uni reste dans l'Union. Mais le Brexit tout comme le dossier grec nous ramènent à une même nécessité, le besoin de coordination économique accrue au sein de la zone euro. L'ambition de l'euro était la construction d'une Union monétaire et économique. L'Union monétaire fonctionne bien, et les Européens sont attachés à l'euro, mais l'Union économique est très en retard. Brexit ou pas, il faudra la renforcer, pour la croissance et pour l'emploi. Le FMI vient d'appeler à l'action collective pour l'économie mondiale: cet appel vaut d'abord pour l'Europe.

Propos recueillis par Jean-Pierre Robin.