



Conférence au Bridge Forum Dialogue – Luxembourg, 10 janvier 2019

Vingt ans après l'euro, quelles perspectives économiques pour l'Europe?

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de Franceⁱ

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux de m'exprimer devant vous ce soir ici à Luxembourg : une des capitales fondatrices de l'Europe et depuis 180 ans un pont entre la France et l'Allemagne. Je remercie chaleureusement mon collègue et ami Gaston Reinesch pour son invitation au Bridge Forum Dialogue. Je viens ici en Européen convaincu : en ce mois de janvier 2019, nous célébrons les 20 ans de l'euro, la monnaie commune de 340 millions d'Européens. Les trois piliers sur lesquels nous avons construit ce succès (I) doivent nous guider face aux défis de l'Europe dans les incertitudes de 2019, et aux progrès qui nous restent à faire (II).

**

I. Le succès de l'euro s'est construit sur trois piliers plus indispensables que jamais

Que l'euro soit un succès, peu d'entre nous ce soir en doutent. Il est plus intéressant de revenir sur les raisons mêmes de ce succès, construit à mes yeux sur trois piliers originels : le **mandat** de l'Eurosystème qui est la stabilité des prix ; le **moyen** au service de ce mandat, à savoir l'indépendance ; et l'**esprit** guidant son action : l'intérêt général européen.

A. Le mandat : la stabilité des prix

L'Eurosystème a un mandat très clair qui lui a été confié par les Traités européensⁱⁱ : son principal objectif consiste à « maintenir la stabilité des prix », c'est-à-dire éviter des périodes prolongées d'inflation excessive – celles des après-guerres allemandes – ou de déflation – celle de l'après crise de 1929 – qui ont toujours des effets négatifs sur l'économie. La stabilité des prix préserve le pouvoir d'achat des ménages ; plus encore, elle renforce la confiance dans la valeur de la monnaie et ainsi la confiance des acteurs économiques dans toutes leurs décisions engageant l'avenir, des investissements à la conclusion des contrats. Certains observateurs auraient préféré un « double mandat » qui viserait à la fois l'inflation et la croissance ou

le plein emploi, comme par exemple celui de la Réserve fédérale (Fed). Mais un double mandat serait hors de portée politique au regard de la culture allemande, et guère différent en pratique économique.

Dès 1998, la BCE a donné une définition quantitative de la stabilité des prix, qu'elle a précisée en 2003 : maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à mais proche de 2 % à moyen terme. D'autres banques centrales majeures, comme la Fed et la Banque du Japon – en 2012 et 2013 respectivement –, ont suivi la BCE et adopté également la même cible de 2 % pour l'inflation. C'est une remarquable «convergence conceptuelleⁱⁱⁱ ». Au passage, même si le change n'est pas un objectif de la politique monétaire, notons qu'au 1^{er} janvier 1999, un euro s'échangeait contre 1,17 \$ et fin décembre 2018, il s'échangeait contre 1,14 \$, la moyenne entre 1999 et 2018 étant de 1,21 \$.

Au regard de notre mandat, les résultats sont tangibles [**slide 1**]. Au cours des vingt années qui ont précédé l'introduction de l'euro (1979-1998), l'inflation s'était établie à 4,9 % en moyenne en zone euro, contre seulement 1,7 % au cours des vingt dernières années. Ensuite, une meilleure maîtrise de l'inflation signifie un coût du financement plus faible, car elle réduit les primes de risque. Les taux d'intérêts et les écarts entre les pays – « *spreads* » – ont ainsi nettement baissé [**slide 2**]. Le *spread* entre la France et l'Allemagne est passé de 1,9 % en moyenne sur la période 1986-1992 – celle du marché unique sans la monnaie unique, entre l'Acte unique européen et Maastricht –, à 0,4 % sur la période 2017-2018. Le *spread* de l'Italie a baissé de 3 points de pourcentage. Si par hypothèse **théorique** un de ces pays voulait quitter l'euro, il subirait vraisemblablement une hausse immédiate au moins équivalente de ses coûts de financement publics comme privés (ménages et entreprises).

Par ailleurs, sur le plan de la croissance [**slide 3**], le produit intérieur brut par tête de la zone euro a progressé pratiquement aussi vite que celui des États-Unis depuis l'introduction de l'euro (1,1 % en moyenne par an en zone euro et 1.2 % aux États Unis entre 1999-2017) : l'écart s'est juste un peu creusé dans la crise européenne de 2011-2012.

B. Le moyen : l'indépendance

Le moyen au service de ce mandat, c'est l'indépendance des banques centrales de l'Eurosystème. Au-delà de l'exemple ancien de la Bundesbank, elle s'est imposée dans la recherche économique^{iv} à la suite de la « Grande inflation » des années 1970 : les gouvernements en acceptant un peu trop d'inflation espèrent prolonger le cycle de croissance; mais cet espoir est illusoire car les acteurs économiques anticipent rationnellement ce "biais inflationniste", – et du coup l'amplifient. L'évidence empirique^v confirme que plus sa banque centrale est indépendante, moins un pays a d'inflation. Pour autant, **l'indépendance** reste contestée dans nos démocraties, à commencer hélas par la plus grande. Elle **ne vaut qu'au regard d'un mandat précis** – la stabilité des prix – et **d'une *accountability* forte des résultats** ("rendu-compte"), devant les citoyens et leurs représentants : le Président de la BCE est auditionné quatre fois par an par le Parlement européen, il donne huit conférences de presse par an soit deux fois plus que la Fed jusqu'à cette année et le Conseil des gouverneurs publie ses « accounts » depuis 2015. La BCE doit parallèlement écouter les acteurs économiques et sociaux.

Au-delà du droit, l'indépendance s'ancre par les hommes qui l'incarnent : successivement depuis 20 ans, Wim Duisenberg, Jean-Claude Trichet, et aujourd'hui Mario Draghi. Je parlerais volontiers de triple indépendance: des gouvernements nationaux bien sûr, mais aussi des "camps" préétablis (les faucons ou les colombes) ou des écoles académiques, même si chacun d'eux avait un solide bagage économique. Ils ont donc su innover avec pragmatisme : quand Jean-Claude Trichet traite le risque de liquidité bancaire avec le Fixed Rate Full Allotment en 2008, ou décide les premiers achats de Titres avec le SMP en 2010 ; et quand Mario Draghi bien sûr prononce le "Whatever it takes" en juillet 2012 ou amplifie les instruments non conventionnels à partir de 2014. Indépendance enfin par rapport aux modes médiatiques ou au court-termisme, j'y reviendrai.

C. L'esprit : l'intérêt général européen

Ces trois hommes ont aussi porté l'esprit européen, par leur culture et leurs convictions. Loin d'être une construction technocratique, l'euro a en effet été au départ un projet politique : voulu par Helmut Kohl, Jacques Delors et François Mitterrand en parallèle à la réunification allemande. Et soutenu aujourd'hui par **75 % des citoyens de la zone euro**, le plus haut niveau depuis 2003, et même 85 % des Luxembourgeois et 81 % des Allemands [slide 4]. Ce soutien populaire est notre plus grand succès, et notre plus grand atout. Et il prouve que **l'Europe est populaire dès qu'elle cesse d'être abstraite, pour s'incarner dans des projets concrets.**

Mais depuis vingt ans, la zone euro a essentiellement progressé dans les crises : la création du Mécanisme européen de Stabilité – installé à Luxembourg – pour aider les États à la suite de la crise grecque en 2012 ; l'Union bancaire en 2014 en réponse aux crises espagnole ou irlandaise. Alors que la crise financière semble s'éloigner, l'intérêt général européen s'est affaibli aujourd'hui. C'est grave : à ce jour, nous n'avons pas su profiter de temps économiques plus favorables pour prévenir une prochaine crise. Et ceci m'amène aux défis de 2019.

II. Nos défis dans les incertitudes de 2019.

A. Un ralentissement plutôt qu'un retournement, dans un environnement plus fragile

Un mot tout d'abord sur la **conjuncture économique**. À l'échelle mondiale et européenne, l'activité décélère, mais nous sommes loin d'assister à un retournement. En 2019, la croissance mondiale serait au plus au niveau de 2018 – 3,7 % selon le FMI –, avec un aléa à la baisse. En zone euro^{vi}, d'après nos dernières prévisions, la croissance s'établirait à 1,7 % contre 1,9 % en 2018. Le scénario central, bien qu'en baisse, reste relativement favorable. En revanche, à l'aube de cette année 2019, nous faisons face à trois défis que l'on peut résumer par « 3 i » : l'incertitude, l'impatience et l'isolationnisme.

Au plus près de nous, **les incertitudes** sur l'issue du vote sur le **Brexit**. La prudence impose de se préparer, même si nous ne le souhaitons pas, à l'éventualité d'un Brexit sans accord, qui aurait des conséquences plus importantes pour le Royaume-Uni que pour la zone euro. Toutes les conséquences sur la stabilité financière doivent et peuvent cependant être gérées. Mais les incertitudes sont aussi importantes hors d'Europe. Le **cycle américain** semble désormais arriver à maturité après une phase d'expansion débutée à la mi-2009, même si les craintes de récession sont très prématurées. La croissance demeurerait robuste autour de 2,3 % contre 3 % en 2018, au prix d'un stimulus budgétaire à contretemps. Les incertitudes sont plus nombreuses sur **l'économie chinoise**. Les derniers indicateurs conjoncturels d'activité sont mal orientés. L'effet négatif sur la croissance d'une escalade des tensions commerciales pourrait atteindre jusqu'à 1,5 %^{vii} du PIB chinois au bout de deux ans. Ce ralentissement pourrait inciter les autorités à relancer l'économie, accroissant par-là un endettement des entreprises élevé (155 % du PIB, contre 106 % en zone euro^{viii}), et les risques pour la stabilité financière.

L'impatience est notre deuxième défi. Il y a trente ans, l'indépendance a été conçue en réponse à la tentation d'arbitrer entre croissance et stabilité des prix. Mais la vraie tentation, beaucoup plus forte encore aujourd'hui, c'est d'arbitrer en faveur du court terme, contre l'intérêt de long terme. Les marchés financiers sont souvent marqués par le court-termisme et une forte volatilité instantanée. Mais plus encore, la pression politique y pousse, avec l'impatience populiste qui voudrait beaucoup tout de suite. Cette impatience joue depuis plusieurs années contre les efforts longs du redressement budgétaire et des réformes structurelles, qui se sont hélas ralentis dans les pays du G20. Ce n'est à l'évidence pas la dette ou les dépenses publiques qui font la croissance en Europe, quand on compare les performances des divers États-membres. Il est souhaitable aujourd'hui d'avoir une relance budgétaire dans les pays qui ont des excédents et des réformes structurelles partout : sans cela, il n'y aura pas de croissance durable. Un mot à ce propos sur la

France, qui a fait figure d'exception positive depuis deux ans : la crise des gilets jaunes a justifié un "paquet" d'urgence en faveur du pouvoir d'achat ; mais je ne crois ni souhaitable, ni probable, qu'elle interrompe l'effort de transformation engagé.

Enfin, et c'est notre troisième défi, **l'isolationnisme**, caractérisé par l'escalade des tensions commerciales, est la menace la plus sérieuse à court terme pour la croissance mondiale. Avant même des hausses de tarifs, l'incertitude induite par les postures protectionnistes, essentiellement en provenance des États-Unis, semble déjà menacer la croissance *via* l'investissement des entreprises. Plus largement, des stratégies économiques non coopératives – y compris à l'intérieur de l'Europe – se développent. Si chaque pays cherche uniquement son propre intérêt national, cela revient à ce que tous y perdent potentiellement – les économistes parlent de « dilemme du prisonnier ». Selon une étude de la Banque de France, une meilleure stratégie collective en matière budgétaire et structurelle aurait pu améliorer la croissance de la zone euro de 2 à 3 points de PIB pour la période 2011-2013^{ix}.

B. Mener la normalisation progressive de notre politique monétaire en s'appuyant sur nos trois fondamentaux

Dans cet environnement, je suis convaincu que la normalisation – déjà commencée – de notre politique monétaire reste souhaitable. Mais elle doit être progressive, et pragmatique en cohérence avec les trois piliers qui nous ont portés depuis 20 ans.

1. Nous devons garder nos options ouvertes face à l'incertitude : nous sommes prévisibles, il n'est pas besoin d'être prédéterminés ("predictable, but not precommitted"). C'est aussi un aspect de l'indépendance, alors que beaucoup nous pressent de donner plus de détails.

Depuis 3 ans, nous avons annoncé environ tous les neuf mois l'évolution de nos achats nets sur les douze mois suivants, et nous avons toujours tenu ces calendriers prévisionnels. L'arrêt de nos achats nets depuis début janvier, décision pourtant lourde, s'est ainsi passée sans la moindre réaction négative

des marchés financiers. Cette crédibilité sur le passé fonde une certaine liberté pour l'avenir.

J'ajoute que nous avons désormais clairement précisé **l'ordre de notre séquence de normalisation** : d'abord le relèvement des taux directeurs, qui n'interviendra pas avant l'été prochain au plus tôt, et en fonction de la convergence durable de l'inflation vers notre cible, j'y reviendrai; puis seulement ensuite, après une période prolongée, la diminution progressive des réinvestissements du stock de titres. À mon sens, nous n'avons donc pas besoin de donner de nouvelles indications de calendrier ou de quantum d'ici le printemps prochain, où nous affinerons la séquence en fonction des données économiques.

Il ne me paraît pas plus nécessaire de préciser maintenant ce que serait le futur cadre opérationnel de notre politique monétaire : parce que cette question ne vient qu'après la normalisation souhaitable, et parce que nos instruments sont connus. Ils se sont beaucoup élargis pendant la crise; nous ne nous servons plus de tous une fois parvenus au "new normal", mais nous aurons intérêt à les garder tous à disposition. Clairement, notre politique monétaire restera accommodante aussi longtemps que nécessaire pour atteindre notre objectif d'inflation.

2. Mieux comprendre l'évolution de l'inflation.

La stabilité des prix reste bien sûr notre boussole. En 2019, l'effet à la baisse du prix du pétrole sur l'inflation sera important. Ainsi, après avoir culminé à +2,2 % en octobre 2018, l'inflation de la zone euro pourrait baisser autour de 1 % pour certains mois de cette année, avant de remonter progressivement jusqu'à +1,8 % en 2021, selon nos dernières prévisions Eurosysteme.

Au-delà de ces variations temporaires, l'enchaînement clé est sur l'inflation sous-jacente (*core inflation*). L'amélioration du marché du travail a déjà donné lieu à une accélération substantielle de l'inflation salariale. Les rémunérations moyennes en zone euro sont ainsi passées d'une croissance de +1,2 % en 2016 à +1,6 % en 2017 et probablement +2,2 % en 2018. Cette inflation

salariale ne s'est toutefois pas encore transmise à l'inflation sous-jacente [slide 5]. L'accélération des pressions inflationnistes par les coûts unitaires du travail depuis le quatrième trimestre 2017 a été jusqu'à présent compensée par l'amélioration des termes de l'échange et une baisse du taux de marge des entreprises. Dans notre prévision, ces facteurs baissiers ont un effet-retard **temporaire** : l'inflation sous-jacente devrait se redresser progressivement vers un niveau de +1,8 % en 2021 (après 1,0% en 2018, 1,4% en 2019 et 1,6% en 2020).

Certains soulignent cependant que cet effet-retard semble durable, et a entraîné des écarts négatifs récurrents par rapport aux projections d'inflation de l'Eurosystème. À cet égard, l'inflation hors énergie et alimentation est demeurée basse à 0,9 % en novembre, comme en décembre selon l'estimation flash d'Eurostat. Cet affaiblissement éventuel du lien entre hausse des salaires et hausse des prix pourrait avoir des causes plus structurelles, également discutées aux États-Unis : nous étudierons avec attention l'évolution des données en la matière.

3. Plaider inlassablement pour un renforcement européen.

La politique monétaire ne peut pas tout faire à elle seule. Je comprends et partage cette préoccupation allemande... et c'est pourquoi nous devons plaider inlassablement pour un renforcement de notre Union économique. Permettez-moi de citer ici un grand Luxembourgeois, Pierre Werner. À la fin des années 60, son rapport ose proposer la nécessité d'avoir un budget de la zone monétaire, d'instaurer une légitimation démocratique de ses décisions ou de prévoir un rôle actif des syndicats. De ce point de vue, les avancées de l'Eurogroupe de décembre 2018 représentent un progrès limité à amplifier. En ce qui concerne l'Union bancaire, une résolution solide et efficace est la clef du succès plus encore que la garantie des dépôts. Il faut favoriser une entrée en vigueur du filet de sécurité (*backstop*) le plus tôt possible. Par ailleurs, des considérations de stabilité financière doivent nous conduire à envisager une durée plus longue pour les lignes de crédit, et à trouver un accord concret sur

les modalités de décision d'urgence. **L'Union des marchés de capitaux** ne progresse malheureusement quasiment pas dans l'accord du 4 décembre. Il est plus que jamais nécessaire de la faire avancer concrètement, notamment par l'harmonisation des régimes de faillite et le renforcement de l'ESMA comme autorité de supervision. Je ne peux que regretter, plus largement, que le renforcement des ESA (Autorités européennes de surveillance) proposé par la Commission soit aujourd'hui bloqué au Conseil.

L'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux sont les composantes clé d'une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » : je l'ai proposée pour mieux mobiliser nos ressources abondantes – notre excédent d'épargne privée de 350 milliards d'euros – vers les besoins concrets de l'économie : la transition énergétique, les PME, ou encore l'innovation digitale. Le plan de Jean-Claude Juncker pour l'investissement en a été l'amorce réussie. Concernant le **MES**, il s'agit non plus seulement de gérer les crises *ex post*, mais de les prévenir en amont, par le renforcement de ses instruments de précaution : le principe de critères *ex ante* et l'absence de programme à proprement parler sont des éléments bienvenus. Il faut cependant éviter qu'une sévérité excessive des critères *ex ante* n'empêche en pratique le recours préventif au MES, comme c'est le cas aujourd'hui.

Au-delà des réformes institutionnelles et dans un contexte d'affirmation croissante des États-Unis et de la Chine, il est impérieux de doter l'Union européenne d'une véritable autonomie stratégique. Notre monnaie, l'euro joue déjà un rôle international important qui peut être encore amplifié [slide 6]. Si l'euro est aujourd'hui la deuxième monnaie mondiale, son utilisation reste nettement en-deçà de celle du dollar. Il représente 20 % des **réserves de change mondiaux**, contre 63 % pour le Dollar ; a contrario, 36 % du montant des paiements (y compris intra zone euro) s'effectue en euro contre 40 % en dollar. C'est pourquoi, la communication de la Commission Européenne de décembre dernier est particulièrement opportune. Les initiatives qui visent à promouvoir le rôle de l'euro notamment dans le secteur de l'énergie doivent être étudiées avec attention. L'Europe a bâti une souveraineté **monétaire**,

grâce à l'euro ; elle doit la préserver en matière **commerciale** ; et il nous reste largement à la construire en matière **économique** afin de relever les enjeux d'innovation en matière d'intelligence artificielle ou de transition énergétique.

**

Je veux conclure mon intervention avec cette phrase quasi-prémonitoire prononcée par Pierre Werner en 1965 : « Toute union économique comporte des périodes de relâchement, de désaffection, de malentendus [...]. Mais nous savons aussi que dans ces situations, il faut s'accrocher au progrès réalisé, [...] s'orienter avec fermeté sur les engagements solennels déjà pris et [...] enfin persévérer^x ». L'ampleur des défis et des incertitudes auxquels l'Europe fait face en ce début d'année, loin de nous décourager, doit nous inciter à persévérer vers le cap de nos ambitions. C'est mon vœu pour cette année européenne de 2019. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Je remercie notamment Olivier de Bandt, Chahinez Benmissi, Laurent Ferrara, Rémy Lecat, Bérengère Rudelle, Giulia Sestieri et Édouard Vidon pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ Cf. Article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ⁱⁱⁱ Jean-Claude Trichet, 2014. "Central Banking in the Crisis: Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy" Business Economics, Palgrave Macmillan; National Association for Business Economics, vol. 49(2), pages 74-84, April. <http://www.perjacobsson.org/lectures/101213.pdf>

^{iv} Kydland, F. and E. Prescott (1977) "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", Journal of Political Economy, 85(3), 473-92.

^v Alesina, A. and L. Summers (1993) "Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence", Journal of Money, Credit and Banking 25(2), 151-162.

^{vi} Projections macroéconomiques de décembre 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème.

^{vii} OCDE Economic Outlook, Novembre 2018.

^{viii} Banque des Règlements Internationaux : Credit to Non-financial corporations from All sectors at Market value - Percentage of GDP. Mars 2006 – juin 2018 (données exprimées en termes non consolidés).

^{ix} Bulletin de la Banque de France n°211, « Coût des carences de coordination des politiques économiques dans la zone euro », mai-juin 2017.

^x Discours prononcé par Pierre Werner, président du Gouvernement et ministre des Affaires étrangères du Luxembourg, le 30 septembre 1965 devant la Chambre de commerce belge à New York.