



**Entretien de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France,
avec l'hebdomadaire WirtschaftsWoche – 28 juillet 2016**

M. le Gouverneur, l'Europe craint une nouvelle crise bancaire, cette fois venant d'Italie. Les banques françaises, loin devant l'Allemagne, sont engagées à hauteur de 280 milliards dans les banques italiennes. Le risque de contagion est-il important ?

Le système bancaire français est extrêmement solide. Je n'ai aucune inquiétude.

Selon vous, les banques françaises ne sont nullement menacées ?

Plutôt que craindre un risque de contagion, il faut regarder la situation du système bancaire européen dans son ensemble. Il y a eu de très grands progrès sur la solidité du système bancaire de la zone Euro depuis la crise financière de 2008 et depuis l'union bancaire de 2013. Pour les banques françaises, le ratio de solvabilité, ce qui mesure le capital rapporté aux risques pris, a plus que doublé. Nous sommes passés d'un peu moins de 6 % en 2007 à plus de 12 % en 2015. C'est une évolution qu'on retrouve à peu près dans tous les pays de l'Union européenne. Donc beaucoup de travail a été fait. Il reste pour certaines banques italiennes, pas dans l'ensemble du système bancaire italien, un problème de créances douteuses. Je souhaite une solution rapide et coopérative.

Le premier ministre italien Renzi réclame des aides d'Etat pour les banques concernées alors que la règle de renflouement interne (bail-in) établie par l'union bancaire prévoit que les créanciers mettent la main à la poche. Mario Draghi, le président de la BCE, semble toutefois prêt à se montrer arrangeant avec ses compatriotes...

Il faut prendre avec recul les diverses rumeurs.

Après la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, M. Draghi a indiqué qu'une aide publique serait « très utile ». N'était-ce pas clair ?

Il peut y avoir des composantes publiques, mais compatibles avec les règles européennes. L'intention des autorités italiennes est bien de trouver une solution compatible avec les règles européennes et appuyée le plus largement possible sur les mécanismes du marché.

Dans le même temps, les banques de toute l'Europe se plaignent de la politique de taux bas de la BCE. La politique accommodante des gardiens de la monnaie ne met-elle pas globalement en péril le modèle d'activité des établissements de crédit ?

Là, c'est un autre sujet. Quand les banques commerciales parlent des effets de la politique monétaire, leurs critiques se concentrent sur les taux négatifs. Mais dans la politique monétaire de la BCE, qui est menée pour de très bonnes raisons, il y a d'autres composantes. Il y a des conditions de financement très favorables pour les banques. Dans le cadre de ce que nous appelons le TLTRO II, nous mettons à disposition des banques des lignes de crédit sécurisées pendant 4 ans à taux très favorables : taux zéro et même taux négatif si elles augmentent suffisamment leurs prêts à l'économie. Autres éléments favorables : grâce à la politique monétaire le volume des crédits est reparti et la charge des risques des banques européennes sur leurs clients a beaucoup diminué. Ceci soutient la rentabilité des banques.

Les banques n'ont donc aucune raison de se plaindre ? Et aucune raison d'imposer des conditions moins favorables à leur clientèle ?

Quand on regarde le tout, en 2015 le bilan de la politique monétaire reste positif pour les banques européennes. Bien sûr, dans la durée, la prolongation des taux négatifs aurait des effets défavorables sur la rentabilité des banques et nous devons y être attentifs. Mais regardons la totalité de l'image et pas un seul coin du tableau.

Pourquoi les nouveaux tests de résistance (« Stress tests ») qui seront publiés vendredi n'examinent-ils que les conséquences d'une hausse des taux et pas celles de la politique du taux zéro ?

Mais si ! Le scénario de base est bien celui de la poursuite des taux bas actuels et le scénario « stressé » est celui d'une augmentation brutale des taux d'intérêt qui aurait des effets plus défavorables. Globalement, ces « stress tests » sont conduits de façon extrêmement rigoureuse – autant qu'aux États-Unis et en Grande-Bretagne, et leurs résultats sont pleinement crédibles.

Beaucoup d'Allemands se considèrent comme les trésoriers de l'UE. Après les coûteux programmes de sauvetage pour les pays en crise, c'est maintenant la BCE qui engloutirait leur épargne. Que répondez-vous à cela ?

Le rendement réel de l'épargne des Allemands est redevenu positif depuis 2015 alors qu'il était négatif auparavant. Cela, il faut le dire, et expliquer davantage la politique de la BCE. La réponse apportée à la crise financière mondiale a été la même aux États-Unis et en Europe. Nous avons bien fait de mener ces politiques parce qu'il fallait éviter des conséquences beaucoup plus graves sur l'économie, comme la déflation dont on avait souffert dans les années 30. Cela n'a pas été fait pour servir les intérêts de tel ou tel pays, ou de telle ou telle banque en particulier. Cela a été fait pour servir l'intérêt général des citoyens européens. Il était en outre logique et nécessaire de renforcer considérablement la réglementation bancaire et de prévoir des mécanismes de participation des actionnaires et des créanciers des banques aux sauvetages éventuels. Cela a été fait.

Tout le monde n'en est pas convaincu, et de loin.

La politique monétaire de la BCE n'est pas une invention récente. Elle correspond au mandat qui lui a été confié dès sa création, en toute indépendance. Ce mandat ressemble beaucoup à celui de la Bundesbank. C'est la stabilité des prix : se prémunir contre une inflation trop élevée mais aussi contre les risques d'une inflation trop faible comme aujourd'hui. La stabilité des prix a été définie dès 2003, bien avant la crise et bien avant Mario Draghi. À l'unanimité du conseil des gouverneurs comme une inflation à moyen terme proche, mais inférieure à 2 %. À l'époque le chef économiste de la BCE était Ottmar Issing. C'est aujourd'hui l'objectif de toutes les grandes banques centrales : la Federal Reserve américaine, la Bank of England, la Banque du Japon. Nous menons tous des politiques « non-conventionnelles » mais orthodoxes car fidèles à notre mandat.

Y a-t-il une limite aux taux d'intérêt négatifs ?

Les taux négatifs sont un instrument utile, avec leurs limites. L'une d'elle, c'est qu'ils ne sont pas répercutables sur les ménages ou les PME. Aucune banque européenne n'applique des taux négatifs à ses clients particuliers ou PME.

Pas encore.

Pas encore et à mon avis durablement. Regardez la Suisse ou les pays scandinaves : les taux y sont davantage négatifs, sans répercussion sur les clients finaux. Les taux négatifs sont UN

instrument parmi d'autres, une touche d'un clavier beaucoup plus large. Nous jouons sur toutes les touches du piano.

Jusqu'ici, la BCE n'a pas réussi à atteindre son objectif de croissance de l'inflation dans la zone euro. Pour quelle raison ?

L'inflation dépend de nombreuses variables, y compris du prix du pétrole. C'est pourquoi nous disons toujours que c'est une cible à moyen terme. Mais pour vous donner une indication, notre dernière prévision de croissance de l'inflation la situe à +0,2 % en 2016 en zone Euro, 1,3 % l'an prochain et 1,6 % en 2018. Nous revenons donc vers la cible des 2%.

Pourtant, jusqu'ici, on ne peut guère parler de réussite de votre politique d'assouplissement quantitatif (QE).

Notre programme d'assouplissement quantitatif est efficace. Mais il faut avoir de la patience. Mon mot préféré en allemand est „Nachhaltigkeit“, la persévérance. Notre politique se caractérise par la persévérance (explique François Villeroy de Galhau en allemand). L'inflation aurait été plus basse si on n'avait pas mené le QE. Les estimations des banques centrales nationales dont la Bundesbank sont convergentes : notre politique permet de gagner au moins un quart de point d'inflation par an ; et elle représente selon les modèles de 0,4% à 1% de croissance annuelle en plus. Mais il y a un vrai point d'accord entre W. Schaüble, M. Draghi et nous tous : la politique monétaire ne peut pas être la seule partie à jouer (« *the only game in town* »).

Allez-vous poursuivre l'assouplissement quantitatif ?

Aujourd'hui notre priorité est très clairement la mise en oeuvre parfaite de tout ce que nous avons décidé au mois de mars. Nous avons redit au conseil des gouverneurs la semaine dernière que nous sommes tout à fait déterminés sur les 80 milliards d'euro de rachat d'actifs par mois et le TLTRO.

Si l'inflation s'établit effectivement à 1,6 % en 2018, la politique monétaire de la BCE cessera-t-elle d'être accommodante ? De fortes pressions politiques ne risquent-elles pas d'empêcher la BCE de relever les taux ?

Vous me demandez en juillet 2016 quelle sera la politique monétaire de la BCE en 2018 ? (sourire) Nous restons fidèles à notre mandat. Nous le sommes aujourd'hui, et nous avons dit que nous maintiendrions les taux bas au moins jusqu'en mars 2017 et au-delà si nécessaire. Regardez ce qui s'est passé aux États-Unis. Ils ont adopté bien avant nous ces armes de

politique non-conventionnelle. Et progressivement ils ont arrêté leurs achats nets d'actifs en 2014 et commencé à relever leurs taux fin 2015. Ils montrent le chemin d'une sortie progressive. Nous n'en sommes en revanche pas encore là.

Comment expliquez-vous que [la politique de] la BCE, qui provoque la colère des Allemands, ne suscite pas de réaction de la part des Français ?

Il peut y avoir une mémoire historique qui est différente. La mémoire historique allemande est très marquée par les épisodes d'hyperinflation. Ailleurs, aux États-Unis mais c'est vrai aussi dans plusieurs pays européens, on se souvient de la déflation et de ses conséquences très graves sur l'économie et sur la société à travers le chômage de masse. La discussion sur la politique monétaire est légitime. Ce qui n'est pas légitime c'est la mise en cause de l'indépendance de la BCE. Aujourd'hui, le danger qui menace l'économie allemande, les citoyens allemands tout autant que le reste des Européens, c'est le danger de la déflation. En outre, l'Allemagne n'est pas seulement un pays d'épargnants mais aussi d'entrepreneurs, d'accédants à la propriété, de consommateurs, et il faut que nous les protégeons tous, pas seulement une seule catégorie. (S'exprimant en allemand) Comme l'a dit Jens Weidman, le président de la Bundesbank : les hommes ne sont pas que des épargnants.

Après les titres d'emprunt publics la BCE va désormais procéder à des achats d'obligations émises par des entreprises, qui comprennent près de 50% de titres en catégorie B. N'est-ce pas faire courir un risque important au contribuable ?

Attention, ce pourcentage correspond au nombre de titres admissibles mais n'indique pas les volumes d'achats associés et sur lesquels je ne ferai pas de commentaire. La règle que nous nous sommes donnée est d'acheter des titres classés en catégorie dite « investment grade ». Ce sont des titres solides. De plus, la diversification des achats de titres est la meilleure garantie.

Ces titres comprennent ceux de Telecom Italia, de K+S ou de RWE, qui ne bénéficient pas nécessairement de la meilleure notation.

Aucun ne déroge à la règle que je viens de mentionner. Mais là aussi, revenons à ce qui est notre objectif : c'est de protéger le financement de l'économie réelle, des entreprises et de leurs investissements, contre la volatilité des marchés financiers.

Les obligations sont l'apanage des grandes entreprises. En revanche les PME et les startups n'obtiennent rien. C'est un problème pour la France qui voit beaucoup de ses startups partir aux États-Unis.

C'est là que le TLTRO II et ses facilités de crédit bancaire sont très importants. Les PME se financent par le canal bancaire. L'enjeu pour les startups est plutôt celui des fonds propres, ce qui n'est pas du ressort de la BCE. Mais il y a un projet très important à l'échelle européenne d'Union des marchés de capitaux. Et j'ai proposé avec Jens Weidmann en février dans notre article commun qu'on développe le *cross border equity financing* [le financement transfrontalier par fonds propres], donc effectivement de faciliter et d'accroître le financement par fonds propres. Pour moi, cette proposition reste totalement d'actualité. Encore plus après le Brexit d'ailleurs.

Considérez-vous qu'il y a un risque que les entreprises utilisent l'argent obtenu à un taux avantageux auprès de la BCE pour des rachats d'actions ou l'octroi d'important bonus ?

C'est un débat qui existe aux États-Unis. Je crois que le risque est moins grand en Europe. Il en va de la responsabilité de chaque entreprise d'avoir une stratégie de long terme. Cela ne peut pas être la responsabilité de la BCE ou des banques centrales nationales d'investiguer la stratégie de chaque entreprise et d'y conditionner ses achats. Ce serait une politique trop interventionniste.

Qui supporte le risque si le portefeuille de crédits aux entreprises de la BCE comporte des prêts de mauvaise qualité ?

Le bilan financier de l'Eurosystème est suffisamment solide pour nous permettre de mener cette politique monétaire. Depuis le début des mesures non-conventionnelles, la solidité de l'Eurosystème n'a fait d'ailleurs que se renforcer.

Le ministre de l'économie français Emmanuel Macron réclame un budget commun pour la zone euro et la mise en place d'une „union de transferts“. Quelle est votre position ?

Je suis indépendant des responsables politiques et vais dire les choses un peu différemment. Il y a 25 ans, nous avons parlé d'une union économique et monétaire. Regardons le bilan : nous avons fait l'union monétaire, et incontestablement c'est un succès. On peut débattre de la politique monétaire, mais personne ne conteste que l'euro existe, est soutenu par deux tiers des citoyens de la zone euro, que la BCE est une institution reconnue à l'échelle internationale. J'arrive du G20 à Chengdu, je peux vous dire : quand Mario Draghi parle pour la BCE, le monde écoute.

Nous avons ajouté l'union bancaire qui est un beau travail. En revanche sur l'union économique nous n'avons fait qu'une partie du chemin. Si nous voulons traiter les problèmes de l'Europe, il faut faire des progrès sur l'union économique. La politique monétaire est la bonne, mais elle ne

peut pas tout faire. C'est pourquoi j'ai proposé qu'il y ait un ministre des finances de la zone Euro.

Pour faire quoi exactement ?

La priorité de ce ministre n'est pas selon moi d'avoir un budget commun de la zone euro. Ceci pourra venir, mais dans une phase ultérieure. La priorité de ce ministre de la zone euro à la tête de l'Eurogroupe, avec ses pairs les ministres nationaux, c'est de construire une stratégie collective mettant en cohérence les stratégies économiques nationales pour arriver à un optimum collectif. C'est ce qui nous manque pour arriver à davantage de croissance et d'emploi en Europe.

Pouvez-vous donner un exemple ?

Je vous donne un exemple très simple : personne ne conteste sérieusement qu'une stratégie collective avec davantage de réformes dans certains pays, à commencer par la France, et davantage d'investissement public dans d'autres pays, y compris l'Allemagne, serait une politique plus créatrice de croissance, d'emploi et de prospérité dans la durée en Europe. Et pourtant nous n'y arrivons pas. Chacun a tendance à mener une stratégie purement nationale, notamment parce qu'il n'y a pas assez de confiance entre les différents pays membres. Le ministre des finances serait une institution de confiance pour élaborer cette stratégie collective qui nous manque et ensuite surveiller sa mise en œuvre. Y compris le respect des règles du pacte de stabilité et des « contrats » positifs comme l'a proposé Madame Merkel.

Cette idée n'est-elle pas déjà vouée à l'échec dès le départ parce qu'il serait impossible de se mettre d'accord sur la nomination du ministre des finances ? Les positions nationales sont très éloignées les unes des autres.

Nous avons suffisamment de femmes et d'hommes qui ont déjà fait la preuve à la tête des institutions européennes qu'ils sont capables d'agir pour le bien commun. C'est la compétence qui compte, pas la nationalité.

Voyez ce qu'est devenu le pacte de stabilité. Doit-on le garder sous sa forme actuelle ?

Je crois qu'il faut résister à la tentation de changer les règles du jeu tous les ans. Mais que les règles seules ne suffisent pas. Il faut que les règles prennent leur sens dans le cadre d'une stratégie collective. C'est l'accord que nous pouvons nouer après les élections de 2017 aux Pays-Bas, en Allemagne et en France.

Il y a une chose qu'on pourrait faire très vite, dès cette année, sans changement de traité : c'est une Union de financement et d'investissement. C'est à dire réunir le Plan Juncker et les initiatives de l'Union des marchés de capitaux, en les mettant en synergie. Il s'agit de mieux utiliser l'épargne des Européens en la dirigeant vers les investissements productifs en Europe, notamment vers les startups et l'innovation. L'objectif est de créer un vrai marché du capital en Europe.

Comment la France pourrait-elle convaincre l'Allemagne ? Pour le moment, la France n'est pas précisément un exemple à suivre.

Ayons un regard objectif. Il est vrai que le France ne fait pas autant de réformes qu'il serait souhaitable. Mais la France fait aussi davantage de réformes qu'on ne le croit. Il y a la perception d'une France bloquée parce que c'est vrai, le dialogue social y est difficile. Mais l'histoire a montré que cela n'empêche pas des réformes et leur bonne application. Regardez ce qui s'est passé avec les réformes de retraites. Regardez ce qui s'est passé avec le pacte de compétitivité, une réforme importante. Regardez ce qui vient de se passer avec la loi Travail. Elle permet notamment une décentralisation du dialogue social au niveau de l'entreprise, c'est-à-dire au plus près de la réalité économique et humaine et en y donnant leur place à des syndicats forts.

Quelles sont les réformes encore à réaliser en France ?

Je parle souvent des « 4 E » : l'entreprise, l'emploi, l'éducation et l'Etat au sens de la sphère publique. En Europe nous avons l'avantage d'un modèle social dont nous pouvons être fiers. Il se trouve seulement que ce modèle social coûte trop cher en France. Mais si je devais citer une réforme prioritaire, c'est l'apprentissage. Grace à notre démographie il y a chaque année le même nombre de jeunes en France qu'en Allemagne. Mais il y a trois fois moins d'apprentis en France qu'en Allemagne, et symétriquement un chômage des jeunes trois fois plus élevé.

En 2017, la France élira un nouveau parlement et un nouveau président. Des élections auront également lieu en Allemagne. Que souhaitez-vous pour l'Europe ?

Pour en rester à l'ordre économique qui est le mien : la politique monétaire fait déjà beaucoup. Je crois qu'il faut, pour la croissance et l'emploi en Europe, une Union de financement et d'investissement dès cette année, et une stratégie collective appuyée sur un ministre des finances de la zone euro après 2017.