

## Interview du Luxemburger Wort avec Gaston Reinesch, Gouverneur de la BCL

Publié le 28 novembre 2017

# «L'économie se porte bien», mais...

*Interview réalisée en anglais par Alistair Holloway et Pierre Sorlut*

Gaston Reinesch préfère l'ombre à la lumière. Quand le gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) sort de sa zone de confort pour le lancement du nouveau site d'information anglophone «Luxembourg Times», il choisit bien ses mots, notamment pour aborder la question monétaire. Sujet glissant en cette période de retournement conjoncturel. Au cours d'un entretien qui a fait l'objet d'allers-retours par courrier électronique pendant plusieurs jours, Gaston Reinesch aborde l'avis de la BCL sur la loi de Budget, la capitalisation de son institution et la réduction du nombre de banques.

### **Monsieur Reinesch, la Banque centrale rendra vendredi son avis sur le budget, comment analysez-vous la croissance luxembourgeoise?**

Pour 2015, la croissance du PIB réel a été révisée à la baisse, passant de 4% à 2,9%, et pour 2016, de 4,2% à 3,1%. Quant aux projections macroéconomiques pour 2017 et 2018, telles qu'elles figurent dans le projet de loi budgétaire, elles ont été réduites pour 2017 et pour 2018.

Bien que ces taux de croissance soient un peu plus bas que prévus initialement, ils restent néanmoins très appréciables, en particulier par rapport aux taux de croissance observés dans d'autres économies de la zone euro. Ainsi, dans l'ensemble et d'un point de vue cyclique, on peut donc dire que l'économie luxembourgeoise se porte bien. Ce n'est pas une surprise en soi.

### **Comment l'expliquez-vous?**

En tant que petite économie ouverte, fortement intégrée dans le marché intérieur, et donc fortement orientée vers l'exportation, le Luxembourg profite fortement de la reprise dans la zone euro. La politique monétaire accommodante de la BCE a également été bénéfique, pour l'économie luxembourgeoise, non seulement en stimulant l'économie de la zone euro, mais aussi en améliorant les conditions d'emprunt et en contribuant à une nécessaire stabilisation du système bancaire et financier. Aussi, on peut souligner que la politique monétaire a globalement eu un effet positif net sur l'ensemble du secteur financier luxembourgeois.

Je ne commenterai pas davantage l'économie nationale, parce que l'équipe d'économistes de la BCL prépare actuellement l'avis de la BCL sur le projet de loi budgétaire, avis qui sera rendu public le 1er décembre 2017, après avoir été présenté à la Chambre des députés.

### **Quels en sont les principaux faits saillants?**

L'avis en question comprendra un examen détaillé de la situation macroéconomique, qui portera notamment sur la croissance du PIB réel, l'emploi et le chômage, l'inflation, la balance des paiements et les coûts salariaux unitaires.

J'insiste sur le fait que cet avis sur le projet de loi budgétaire n'est pas du tout un document politique, mais une analyse effectuée par une équipe d'économistes qui appliquent les plus hautes normes analytiques. Pour une banque centrale indépendante, ce qui motive l'analyse n'est pas de savoir si cette dernière plaît ou non, mais l'objectif est de parvenir à une vision aussi objective que possible de l'état et des perspectives des finances publiques.

### **Que pensez-vous de la diversification économique du pays?**

Les anciens gouvernements et le gouvernement actuel se sont toujours engagés avec force et succès dans des efforts visant à diversifier l'économie.

Dans ce contexte, il faut toujours garder à l'esprit qu'un environnement attrayant pour les entreprises et les investissements est une condition nécessaire à une diversification réussie. Il en va de même pour le développement et la diversification du réseau plus local des très petites, petites et moyennes entreprises, qui constituent également un pilier important de l'économie luxembourgeoise.

Il est impératif de continuer à investir dans les infrastructures matérielles et immatérielles, tout en garantissant des finances publiques saines, soutenables et transparentes.

Il est également urgent de résoudre les problèmes de circulation et de congestion et d'aborder avec détermination le problème de la hausse des prix des logements et des loyers.

### **Est-ce qu'elle vous inquiète ?**

La hausse persistante, substantielle et plus ou moins régulière des prix de l'immobilier résidentiel est principalement due au fait que la dynamique de l'offre de logements reste en deçà de celle de la demande.

Il s'agit d'un problème complexe avec de nombreuses conséquences, notamment économiques, sociales, budgétaires et macroprudentielles dont les explications nécessiteraient une interview à part.

## Comment résoudre le problème ?

La réponse ne peut pas résider dans une politique visant à soutenir de plus en plus la demande, qui, au bout du compte, d'un point de vue macroéconomique, ne ferait que contribuer à une hausse des prix des logements. Il est nécessaire de s'attaquer aux rigidités du côté de l'offre, notamment en augmentant l'offre de terrains disponibles pour la construction. Ces réformes de l'offre doivent s'inscrire dans une approche globale et intégrée de l'aménagement du territoire dans toutes ses facettes, qui considère le Luxembourg comme une agglomération unique plutôt qu'un territoire fragmenté.

## Danièle Nouy a déclaré en septembre qu'il y avait trop de banques dans la zone euro et que le secteur devait rétrécir à travers des fusions et des faillites. Quelle est votre opinion?

La question n'est pas de savoir si le nombre même de banques est trop grand ou trop petit. D'ailleurs, il est assez difficile de déterminer quel nombre serait optimal.

En fait, le financement de l'économie de la zone euro est généralement indirect, car il s'effectue principalement par l'intermédiation bancaire, par l'octroi de crédits par les banques. On peut dire qu'il est généralement admis que, dans la zone euro, le secteur bancaire fournit environ entre 75 et 85 % de l'ensemble du financement de l'économie domestique, alors qu'aux États-Unis, les banques n'interviennent que pour 15 à 20 %.

De nombreux observateurs et décideurs estiment que la situation est déséquilibrée. Par conséquent, ils encouragent le développement d'une Union des marchés des capitaux.

Bien entendu, le besoin de financement n'est pas infiniment extensible et l'émergence de larges marchés obligataires et boursiers réduirait le besoin de financement indirect par l'intermédiaire des banques.

## En quoi cela pose-t-il problème?

Un tel rééquilibrage entre financement indirect et financement direct pourrait avoir pour corollaire un éventuel effet sur le nombre de banques.

Soit dit en passant, une réduction a déjà eu lieu. De décembre 1998 à octobre 2017, le nombre de banques au sein de la zone euro a diminué de 42%. En ce qui concerne le Luxembourg, **on comptait 212 banques lors de la création de la zone euro et 142 aujourd'hui, soit une réduction de 33%.**

Gardons toutefois à l'esprit que les banques, en plus de leur rôle d'intermédiation financière, remplissent également la fonction exclusive d'intermédiation monétaire: elles créent de la monnaie. En effet, lorsqu'une personne se voit accorder un prêt par une

banque, son compte est crédité et de l'argent est créé. Ne serait-ce que pour cette raison, une économie ne peut pas se passer d'un secteur bancaire efficace.

### **Comment aborder la situation?**

Certains estiment que la responsabilité de l'ajustement devrait être laissée aux forces du marché, les plus faibles étant simplement éliminées. D'autres sont favorables à un ajustement plus organisé, par la création d'un level playing field.

### **Et vous quelle est votre opinion?**

Il n'y a pas de méthode magique. À mon avis, le nombre de banques devrait être assez important pour maintenir une concurrence suffisante entre elles et pour éviter une concentration qui s'avérerait préjudiciable aux emprunteurs, mais, en même temps, devrait être suffisamment faible pour garantir leur rentabilité.

À cet égard, **la question de la taille a également son importance**. Par exemple, la crise montre que **les mégabanes sont peut-être plus résistantes face aux chocs, mais leur gestion peut constituer un défi non négligeable**.

### **Et les petites banques?**

Tout en partageant l'opinion selon laquelle il convient de soutenir le développement de véritables banques transeuropéennes, je reste convaincu qu'il faut laisser une certaine place aux petites banques locales, à savoir les banques qui ne couvrent qu'un seul pays ou une seule économie régionale et dont les modèles économiques doivent être adaptés en conséquence. Le modèle d'entreprise de ces banques locales devrait être fondé sur les activités bancaires traditionnelles, telles que la collecte de dépôts et le financement des PME et des biens immobiliers, avec un objectif raisonnable de rendement compatible avec un tel modèle d'entreprise.

### **Qu'en est-il de votre coopération avec Jean Tirole, prix Nobel d'économie?**

La Banque centrale du Luxembourg est très satisfaite de son accord de coopération avec Jean Tirole et la Toulouse School of Economics (TSE) dont le département de recherche compte parmi les meilleurs au monde. Une des missions d'une banque centrale est la recherche en matière monétaire et économique ainsi que la compilation et l'analyse d'un grand nombre de données statistiques. Il est donc important d'avoir des liens avec le monde universitaire et avec la recherche universitaire de haut niveau.

### **Pouvez-vous nous donner quelques détails sur cette coopération?**

Notre accord porte sur la mise en place d'une chaire thématique de Banque centrale à la TSE. Cette chaire encourage la recherche sur des sujets d'intérêt commun pour les deux institutions, par exemple dans le domaine de la politique macroprudentielle.

La collaboration se concrétise à travers plusieurs projets, tels que des articles de recherche communs, des séminaires pour notre personnel organisés par des professeurs et des chercheurs de la TSE ou liés à la TSE et des échanges de chercheurs. Jean Tirole lui-même est également très impliqué dans ces activités. J'ajoute que notre coopération avec la TSE a été conclue avant que Jean Tirole ne reçoive le prix Nobel d'économie.

### **Pourquoi ne pas avoir une telle coopération avec l'Université du Luxembourg?**

La BCL tente depuis des années de mettre en place une coopération similaire avec l'Université du Luxembourg, sans résultat tangible à ce jour. **Permettez-moi de souligner que cela n'est pas dû à un manque d'enthousiasme de notre part, bien au contraire.** Au cours des dernières années, nous avons embauché de nombreux doctorants et diplômés de mastères de l'Université du Luxembourg, principalement en économie ou en droit, et nous avons considérablement élargi l'offre à des stagiaires.

### **Où en sommes-nous dans l'augmentation de capital de la BCL?**

La question relative à un niveau trop faible d'allocation de capital remonte à la création de la Banque centrale, en 1998, et **les gouvernements successifs en ont été et en sont parfaitement conscients.** En effet, elle a été assez régulièrement évoquée par les organes statutaires de la BCL ainsi que par ses auditeurs. La BCE a exprimé avec force sa préoccupation. Il en va de même pour le Fonds monétaire international (FMI).

Au début de mon mandat, j'ai considéré qu'il était de mon devoir, en tant que gouverneur de la Banque centrale, d'ajouter ma voix à **cette préoccupation qui, soit dit en passant, m'a exposé à certaines critiques dans certains milieux.** Ceci étant dit, à la lumière de mon expérience, j'en suis venu à la conclusion qu'une **révision globale de la loi Organique de la BCL est nécessaire.**

### **Comment opérer la révision organique de la loi?**

Un tel examen pourrait notamment porter sur la gouvernance de la Banque, les qualifications juridiques et économiques de ses missions qui se sont approfondies et ont été étendues au fil du temps, notamment dans le sillage de la crise financière (par exemple le Mécanisme de surveillance unique (MSU), la fonction macroprudentielle, la gestion opérationnelle de la politique monétaire non conventionnelle), l'amélioration de l'accès aux statistiques nécessaires ainsi que certaines clarifications de nature plus opérationnelle en ce

qui concerne le statut du personnel de la BCL. Dernier point, mais non des moindres, ce serait la meilleure occasion d'aborder la question du niveau approprié de capital.

### **On en revient à la capitalisation...**

Différentes variantes ou une combinaison de celles-ci peuvent être imaginées, par exemple l'introduction d'une distinction entre le capital souscrit et le capital versé et une augmentation échelonnée de ce dernier. Un niveau adéquat de capital pourrait également ouvrir la possibilité, dans une perspective à plus long terme, pour la Banque de distribuer à l'État une partie de ses éventuels résultats nets futurs.

### **Y a-t-il un projet concret?**

Une telle révision de la loi organique ne relève certainement pas de la compétence formelle de la Banque. Mais ce que nous pouvons faire et ce que nous faisons, et **je suis persuadé que le gouvernement ne s'y oppose pas, c'est de recueillir différentes options et suggestions pour identifier les articles qui nécessitent un examen et de mettre sur papier ces réflexions quant à la voie à suivre.**

Nous avons l'intention de transmettre ces réflexions au gouvernement dans le courant de l'année 2018.

Il appartiendra au gouvernement de décider s'il souhaite ou non préparer et adopter un projet de loi fondé ou non sur nos suggestions et le soumettre à la Chambre des Députés.

### **Quelle est votre opinion sur la fin du billet de 500 euros?**

Soyons clairs sur ce qui a été décidé. Compte tenu des **craintes que le billet de 500 euros puisse faciliter les activités illicites**, le Conseil des gouverneurs a décidé en substance, en mai 2016, de mettre un terme à l'émission de billets de 500 euros vers la fin de l'année 2018. Les billets de 500 euros qui sont ou seront en circulation à ce moment-là conserveront leur valeur et leur cours légal. Ils conserveront exactement le même statut que toutes les autres coupures. Pour ceux qui le souhaitent, chaque billet de 500 euros peut être échangé auprès des banques centrales **contre d'autres coupures pour une valeur totale de 500 euros et ce pendant une durée illimitée.**

### **Mais cette décision ne peut-elle pas être considérée comme une première étape vers l'abolition des espèces?**

Non. **Les billets de banque resteront et il n'y a absolument aucune discussion au niveau de la BCE pour les abolir.** Bien qu'il s'agisse donc d'une question purement hypothétique, personnellement, je serais opposé à une telle démarche, notamment parce qu'à l'heure actuelle, les billets de banque sont la seule possibilité pour les citoyens de posséder de la monnaie de banque centrale par rapport à la monnaie de banque commerciale. À ceux qui

prônent l'abolition des espèces, je dis que, pour le moins, ils devraient être cohérents et proposer que l'abolition des espèces qu'ils demandent aille de pair avec l'introduction de la possibilité pour les citoyens qui le souhaitent d'ouvrir un compte courant, éventuellement plafonné, auprès des banques centrales.