



**Grand entretien F. Villeroy de Galhau dans Les Échos – 19 février 2021**

**En ce début 2021, l'impression est que l'Asie tourne la page de la pandémie, que les États-Unis se donnent des moyens considérables pour la tourner, mais que l'Europe, sanitaire et économiquement, est en retard. Est-ce la vôtre ?**

Précisons la photographie à aujourd'hui : l'Asie, foyer d'origine de la crise, a pris des mesures sanitaires très radicales et son économie a donc rebondi plus tôt. Les pertes en vie humaines américaines restent à l'inverse les plus lourdes, mais leur économie souffre deux fois moins, c'est vrai, que celle de l'Europe. Pourquoi ? Washington a mis sur la table des plans de relance exceptionnels pour compenser l'absence de protection sociale, et au vu du calendrier électoral. Sur ce terrain budgétaire, l'Europe n'a pas à rougir de la comparaison : notre modèle social a mieux protégé spontanément les salariés et les citoyens; en outre, les États européens ont tous mobilisé rapidement 4 à 5 points de PIB en soutien massif à leurs économies. En revanche, une fois de plus, l'économie américaine montre une capacité d'innovation plus grande que l'Europe. La meilleure illustration en est dans la pandémie l'accélération du digital, dont les champions sont américains. Cela veut dire qu'après la crise, la reconstruction devra être, ici, une transformation. Je le dis dans ce livre: notre défi est de mieux concilier Keynes et Schumpeter, les deux grands économistes européens du XXe siècle

**Mais, si on reprend votre expression, « une fois de plus », la zone euro ne souffre-t-elle pas particulièrement, avec une récession de 7% en 2020 ?**

Non: la récession britannique a été de 10%, et beaucoup de pays émergents ont malheureusement souffert autant que nous. En 2008, on avait reproché à la politique monétaire de la zone euro d'avoir moins réagi que les États-Unis à la crise financière. Aujourd'hui, le bilan de la BCE est environ le double de celui de la Fed, et l'augmentation en 2020 a été similaire. L'Europe a en outre fait la percée historique de son fonds budgétaire commun de 750 Mds l'été dernier. En clair, le retard européen est à chercher du côté moins des politiques macro-économiques, cette fois, que des adaptations micro-économiques, de notre agilité à créer et innover.

**Le dollar, dites-vous, explique une part importante de la capacité quasi-illimitée de l'endettement public américain. Pourquoi l'euro n'a-t-il pas réussi à être aussi puissant, 20 ans après sa naissance ?**

Le rôle international de l'euro n'était pas une priorité jusqu'à maintenant, il doit le devenir. L'euro est certes reconnu comme une monnaie de réserve (20% des réserves de change) mais à hauteur de seulement un tiers du dollar alors que le poids des deux économies est identique. Mieux affirmer notre souveraineté économique et monétaire européenne a d'autant plus de sens que cela passe aussi par nos priorités internes: une Union de financement pour investir en Europe notre épargne abondante, et un système financier continental post Brexit. L'euro, c'est un superbe succès des Européens ; allons au bout de son potentiel, sans complexes.

**Sur l'endettement comme réponse à la crise, un de vos prédécesseurs, Jacques de Larosière, tirait la sonnette d'alarme dans nos colonnes il y a peu : nous allons dans le mur, disait-il, il est irresponsable de s'endetter comme cela ...**

J'ai le plus grand respect pour la riche carrière passée de Jacques de Larosière. Et il a raison de rappeler les deux ancrs permanentes de notre politique monétaire : le mandat de stabilité des prix, et l'indépendance de la banque centrale. Mais les crises d'aujourd'hui appellent des réponses d'aujourd'hui. Le choc de la pandémie est fortement récessif et désinflationniste. Tous les pays du monde, suivant le consensus -rare- de la quasi-totalité des économistes, y réagissent de la même façon.

Que diraient les citoyens si les États ou les Banques centrales étaient restés les bras croisés face à toutes leurs difficultés ?

**Comment sortira-t-on de cette politique de « quoi qu'il en coûte monétaire », développée au fond depuis 2012 ?**

Le « quoi qu'il en coûte » ne vise que la politique budgétaire. Du côté monétaire, tant que la situation d'inflation trop basse persiste, nous devons agir sans hésiter au nom même de notre mandat.

**L'inflation, on la constate sur le prix des actifs ... C'est là que la transmission de la politique monétaire se constate, et peut-être même davantage que sur l'économie réelle ...**

Non; d'abord l'inflation se mesure sur les biens et services consommés par tous, pas sur les actifs financiers conservés par certains. Ensuite les estimations montrent que nos politiques non conventionnelles ont chaque année contribué à la croissance pour 0,5 point et remonté l'inflation de 0,4 point. Entre 2013 et 2019, la zone euro avait créé 11 millions d'emplois, dont 2 à 3 attribués à la politique monétaire. C'est très significatif. Ce recul du chômage aide au demeurant à réduire les inégalités, même si la politique budgétaire et fiscale, plus ciblée, reste ici la meilleure arme.

**Les taux longs sont en train de remonter aux États-Unis. Est-ce le signe d'un début de surchauffe de l'économie ?**

Les taux longs semblent surtout remonter sous l'effet de l'annonce du plan de relance Biden de 1.900 milliards de dollars. Parler aujourd'hui de surchauffe et de reprise durable de l'inflation aux États-Unis apparaît pour le moins prématuré ; et il n'y a aucun risque de ce type en Europe.

**Que faire de cette dette qui s'accumule dans le bilan de la BCE ? Faut-il l'annuler, comme le préconisent 150 économistes européens ?**

L'économiste Olivier Blanchard, qui n'a rien d'un orthodoxe étroit, a dit dans vos colonnes que c'était une « idée idiote ». Je lui laisse le choix de ce terme, mais l'annulation de la dette n'est clairement pas une solution: elle serait incompatible avec le pacte fondateur de l'euro, et ne rapporterait rien aux Français. Ceci dit, nous devons débattre de la dette, mais autour de deux questions autrement plus intéressantes. D'abord sur la trajectoire que nous entendons suivre sur dix ans, une fois sortis de la crise après 2022: plus nous agissons dans l'urgence aujourd'hui, plus nous devons aussi « lever le nez du guidon », et regarder le temps long. Face à l'inquiétude réelle des Français sur ce sujet, il faut dire que nous désendetter prendra du temps, mais qu'il y a des solutions. Débat, ensuite, autour de la meilleure utilisation de ces fonds publics. La « bonne dette » doit servir à financer de l'investissement public, et des réformes de fond qui augmenteront notre croissance. Les dépenses d'éducation, par exemple, ont un effet multiplicateur beaucoup plus élevé que les dépenses de fonctionnement. Mais ce débat sur la qualité de nos dépenses est malheureusement absent dans notre démocratie.

**À vos yeux, à combien faut-il ramener le ratio de dette publique ?**

Évitons de totémiser un chiffre, mais la priorité est d'interrompre la hausse continue: depuis 40 ans, notre ratio de dette sur PIB, qui va atteindre près de 120 %, a été multiplié par six ! Nos dépenses publiques ont continué d'augmenter, hors inflation, de 1,1% par an avant Covid. Si on ramène cette hausse à 0,5%, le ratio de dette pourra descendre à 110% en 10 ans. Regardons nos voisins: les dépenses publiques en Suède, pays de forte solidarité, sont inférieures à 50% du PIB, contre 55% pour nous avant Covid. Je ne crois pas que la France soit irréformable : pour ne citer qu'un exemple qui m'est cher, la

Banque de France depuis cinq ans a su réduire ses coûts de 3 % par an, tout en augmentant ses services aux Français.

**Mais à 100%, nous aurons toujours un écart de 30 points avec l'Allemagne. Est-ce acceptable ?**

Je ne peux que souhaiter que cet écart se réduise, mais cela fait 20 ans que la zone euro fonctionne avec des différences budgétaires.

**Pourra-t-on raisonnablement la rembourser sans hausse d'impôt ? I des Français en doutent.**

Ce n'est pas aux banques centrales d'en décider. Mais je suggère personnellement la stabilité fiscale: ni augmentation des impôts, ni nouvelles baisses que nous n'avons plus les moyens de financer. Cette petite révolution française donnerait enfin de la visibilité aux particuliers comme aux entrepreneurs.

**A quel moment faut-il débrancher les aides à l'économie, notamment sectorielles ?**

Dans la suite de la levée des restrictions sanitaires, et donc progressivement dans l'année qui vient. Il faudra le faire sans précipitation, mais sans peur non plus. Nous pouvons après cette phase exceptionnelle et nécessaire d'assistance publique retrouver confiance en l'économie: dans les consommateurs - qui ont répondu massivement présent lors des deux allègements de l'été 2020 puis de décembre. Confiance aussi dans les entrepreneurs, en accompagnant certains par des interventions plus sélectives en fonds propres. Confiance surtout en nous-mêmes : entre 2016 et 2019, la France avait su créer un million net d'emplois; le CICE, la formation professionnelle, l'apprentissage ont été des réformes efficaces. Ayons-en un peu plus la fierté collective, et croyons que cette rude crise peut être aussi la chance d'un renouvellement économique.

**L'essor des crypto-monnaies révèle-t-il une forme de défiance dans la monnaie ?**

Restons sérieux : les politiques monétaires de soutien dans la crise n'ont en rien affecté la confiance dans l'euro, qui est à un niveau historique. Il y a certes des actifs « crypto » purement spéculatifs, mais les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel et ce ne sont en rien des monnaies, moyen d'échange accepté partout et à valeur stable. L'intéressant, c'est la technologie : la blockchain, la digitalisation accélérée des paiements, la disruption possible du secteur financier par les bigtechs. Ce sera le plus grand défi de cette décennie pour les banques, comme pour les régulateurs que nous sommes.

**Que restera-t-il dans le monde d'après ?**

L'économie d'après devrait intégrer trois plus: plus écologique, plus numérique, et plus qualifiée. Et ce faisant contribuer à répondre aux attentes fortes des générations qui montent: partout, elles demandent vigoureusement davantage de respect de la planète, de sens et d'éthique, de justice sociale. Cette contestation est au fond très réjouissante: ce sont nos valeurs européennes mêmes qui l'animent. Nous Européens pouvons être les champions d'une économie sociale et durable de marché. Regardez les pays nordiques ou l'Allemagne : notre modèle n'est condamné ni à l'inefficacité économique, ni aux accessoires du passé. J'écris avec cette conviction : assez d'une Europe qui rase les murs ! Le monde chaotique de 2021 a besoin d'une Europe qui porte son espoir, et son ambition.