

Alternatives économiques

Entretien avec François Villeroy de Galhau Gouverneur de la Banque de France

Version du 15 décembre 2020

1. Vous venez de publier le 14 décembre votre dernière analyse de la situation de l'économie française. Où en est-on après cette année de pandémie ?

Le second confinement a moins d'effet économique que le premier, quatre fois moins en décembre (-8%) qu'en avril selon les estimations de la Banque de France. Pour autant, il peut avoir des conséquences plus durables. Au printemps, presque toutes les entreprises faisaient face à l'urgence et les pouvoirs publics ont pris des mesures générales de soutien. Fin 2020, les situations sont beaucoup plus différenciées selon les secteurs: certains – hôtellerie, restauration, en général les services à la personne – ont des besoins durables de fonds propres plutôt que temporaires de trésorerie, avec un risque de découragement des entrepreneurs eux-mêmes. Attention à ces « cicatrices », aux effets difficiles à apprécier.

L'économie française a descendu 31 marches en avril, en décembre nous sommes encore à huit marches du haut de l'escalier. Dans notre scénario central plutôt prudent, nous aurons remonté une marche de plus au premier trimestre prochain et cinq à la fin 2021. En conséquence, l'économie française devrait croître autour de +5 % en 2021 comme en 2022. Elle retrouverait ainsi globalement son niveau d'avant crise vers la mi-2022, mais elle sera qualitativement différente sur le plan sectoriel. La reconstruction doit être une transformation, vers aussi une économie meilleure: plus verte, plus numérique et, j'y insiste, plus qualifiée; c'est la bataille-clé des compétences.

2. Le nombre d'entreprises en difficultés avec de potentiels difficultés de remboursement des crédits vous rend-il inquiets pour les banques françaises ?

Inquiet, non, mais attentif. Les dernières données disponibles à fin septembre montrent que les banques françaises ont bien résisté. En particulier leur solvabilité, c'est-à-dire la quantité de fonds propres dont elles disposent par rapport à leurs activités, a augmenté par rapport à la fin 2019. C'est attribuable notamment à deux éléments importants : le soutien des pouvoirs publics aux entreprises, et la réglementation de Bâle 3 mise en œuvre après la crise de 2008-2011 qui a forcé les banques à détenir plus de capital.

Attention pourtant, alors que les banques américaines se développent, à la baisse de rentabilité des banques françaises et européennes. Elles supportent des charges de risques accrues, des taux d'intérêt bas qui s'accompagnent d'une baisse de leurs marges et la concurrence accrue par le numérique; or la pandémie a accru le recours à la digitalisation.

3. Une situation qui autorise de permettre aux banques de recommencer à distribuer des dividendes dès l'an prochain ?

D'abord, nous avons eu raison d'interdire les versements de dividendes de 2020 issus des résultats de 2019 face aux grandes incertitudes du printemps. L'an prochain sera différent. La situation des banques paraît plus solide face aux chocs qu'elles pourraient affronter. Et il semble que les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Asie vont lever les restrictions en cours. Je crois souhaitable que la négociation en cours au niveau européen trouve les voies d'une ouverture prudente.

4. Pour gérer le surplus de dette lié à la covid vous appelez, une fois la crise passée, à la maîtrise des dépenses publiques. Vous annoncez déjà le retour de l'austérité ?

Non ! Notre objectif devrait être de stabiliser le niveau des dépenses publiques primaires – hors intérêts de la dette –. Il ne s'agit donc pas de procéder à des coupes sombres: tous ceux qui me connaissent savent combien je suis attaché à notre modèle social européen, avec des services publics performants et une forte redistribution fiscale et sociale. Je plaide d'ailleurs aussi pour la stabilité fiscale, en arrêtant la course à toujours plus de baisses d'impôts non financées.

Nous avons le même modèle social que nos voisins européens mais il nous coûte beaucoup plus cher: 55 % du PIB de dépenses publiques avant Covid, contre en moyenne 45 % chez eux, ou moins de 50 % en Suède qui ne passe pas pour être un pays libéral... Au cours des 10 dernières années, nos dépenses en volume ont continué à augmenter de 1 % par an en moyenne. C'est le paradoxe français: nous redoutons toujours une austérité dont nous sommes pourtant très loin. Passer de 1 % à la stabilité serait compatible avec le maintien de notre modèle social, nos voisins y sont parvenus. Je suis même convaincu que ce sérieux budgétaire est la condition de la solidarité dans la durée, pour que notre protection sociale reste financée. Et cela permettrait d'alléger enfin le poids de la dette pour les générations futures, c'est aussi une question de solidarité avec les plus jeunes: le « sac à dos » que nous leur léguons pèse six fois plus lourd qu'il y a quarante ans (120 % de dette contre 20 % en 1980) !

5. Un moyen simple d'alléger le poids de la dette future ne serait-il pas que la BCE annule la dette qu'elle détient sur les États ?

C'est une illusion séduisante mais ce n'est pas une solution. Il y a d'abord un principe général de confiance: un prêteur, privé ou public, qui ne serait plus remboursé, ne prêtera plus. De manière plus spécifique pour la dette détenue par la BCE, son annulation reviendrait à financer directement les États, en violation complète avec les traités européens. Comme il n'y aurait aucun consensus pour modifier ces traités, ce ne serait une solution envisageable qu'en quittant l'euro.

Supposons pour autant que la Banque de France puisse annuler les quelques 600 milliards de dette française qu'elle détient avec l'Eurosystème. L'espace d'une seconde, nous serions plus riches de 600 milliards. Mais à la seconde suivante, il faudrait constater une perte équivalente dans les comptes de la Banque de France, institution publique qui appartient à tous les Français. Au final, nous n'aurions rien gagné, mais nous aurions entamé la confiance dans notre bien commun qu'est la monnaie.

6. La BCE a annoncé le 10 décembre un élargissement dans le temps et les montants de ses achats d'obligations liés à la pandémie. Le signe que l'économie européenne est plus durablement mal en point ?

La crise n'est pas plus profonde, mais elle dure plus longtemps compte tenu de la seconde vague. Il est donc naturel que nous prolongions nos programmes anti-crise jusqu'au premier semestre 2022.

7. Christine Lagarde a déclaré : « Nous avons dit à plusieurs reprises que les limites que nous nous sommes imposées ne doivent pas être un obstacle à l'exécution de notre politique monétaire ». Si besoin, il n'y a aucune contrainte à l'innovation monétaire publique ?

Ce qui importe d'abord et avant tout pour nous, c'est le respect de notre mandat de stabilité des prix. En cohérence avec ce mandat, nous voulons maintenant nous focaliser moins sur une obligation de moyens – des volumes fixes d'achat – et plus sur un résultat : des conditions de financement favorables pour tous.

8. On parle beaucoup du *quantitative easing* de la BCE, une action sur le volume de liquidités et de crédits disponibles. Mais beaucoup d'économistes pensent que votre action est surtout guidée par la volonté de maîtriser les écarts de taux d'intérêt entre pays européens.

C'est une lecture beaucoup trop partielle. Depuis mars, et de façon renforcée dans nos décisions du 10 décembre, la qualité de la transmission de notre politique

monétaire compte au moins autant que la quantité de nos achats. Concrètement, nous voulons que nos décisions profitent à tous les acteurs économiques, ménages, entreprises et États, dans tous les pays. Nous regarderons donc une batterie large d'indicateurs sur les conditions de financement: sur les financements bancaires comme de marché, leur prix – les taux d'intérêt – comme leurs volumes, et ceci autant pour les entreprises et les ménages que pour les États. On est donc loin d'un contrôle étroit des *spreads* ou des taux souverains.

Il faut pour autant se réjouir des évolutions que nous avons favorisées par exemple pour l'Italie. À la mi-mars, c'était le pays le plus touché par la pandémie et celui qui devait emprunter le plus cher sur les marchés. Aujourd'hui, l'Italie emprunte à 0,6 % à 10 ans, ce qui n'était jamais arrivé, et l'écart de taux avec l'Allemagne est de 120 points de base, le plus bas de son histoire.

D'habitude, les crises accroissent les divergences entre les pays de la zone, cette fois, grâce notamment à l'action de la Banque centrale, les situations ont convergé.

9. Christine Lagarde s'est inquiétée de l'appréciation de l'euro. La BCE a-t-elle les moyens de maîtriser le taux de change de sa monnaie ?

Il faut ici être clair: la BCE n'a pas d'objectif de taux de change. Mais comme Christine Lagarde l'a dit, nous sommes et nous serons très vigilants quant aux effets du change sur l'inflation. Et nous serons prêts à utiliser tous nos instruments, sans en exclure aucun, pour contrer des effets négatifs possibles.

10. Pour certains économistes, la dépendance des États aux rachats de dette par la BCE et aux taux d'intérêt bas est telle que si la banque centrale annonce un changement de politique, vous provoquerez une crise des dettes publiques. La BCE est désormais et pour longtemps sous la dépendance des politiques budgétaires.

Les décisions de la BCE sont « ancrées » par notre mandat de stabilité des prix, que nous définissons comme une inflation faiblement positive, proche de 2 %. Aujourd'hui, l'inflation dans la zone euro est beaucoup trop faible, et même temporairement négative, - 0,3 % en novembre. Nous avons donc le devoir d'intervenir. Pour l'avenir, si l'inflation remonte trop, nous devons être libres de mener une politique monétaire différente: c'est pour cela que nous sommes indépendants. Nous disons clairement qu'alors nous serions libres de diminuer notre bilan (ne pas refinancer les dettes que nous détenons), ou de remonter les taux d'intérêt. Nous n'en sommes pas là aujourd'hui: l'inflation restera basse, au moins jusqu'en 2023 dans nos prévisions, à 1,4%.

11. En alimentant les économies en liquidité, la politique monétaire fait monter les prix des actifs financiers et immobiliers, ce qui renforce les inégalités, cela rend par exemple l'accès au logement difficile pour les jeunes générations.

Commençons par le logement: les taux très bas ont permis à un nombre important de ménages, notamment les jeunes, de pouvoir emprunter plus facilement. À tel point que depuis que le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) a formulé fin 2019 des recommandations simples sur la durée maximale des crédits, ou le taux d'effort (la mensualité rapportée au revenu), beaucoup de voix ont protesté ! Nous allons faire le bilan dans notre réunion du 17 décembre, sous la présidence de Bruno Le Maire. Je suis prêt à proposer un ajustement limité, raisonnable de certains critères, mais à la condition qu'on garde clairement et fermement le cap: celui d'arrêter une dérive continue des conditions d'octroi, qui exposerait les ménages au risque de surendettement.

Plus largement, je suis extrêmement sensible à la question des inégalités. Mais si l'on veut y juger des effets de la politique monétaire, il faut être sérieux et en mesurer toutes les conséquences, sans se limiter au patrimoine des ménages. La politique monétaire a des effets importants sur l'emploi et ils sont chiffrés : entre 2013 et 2019, la zone euro a créé 11 millions d'emplois dont 2 à 3 millions sont le résultat de notre action. Cela a profité d'abord aux exclus du travail. Le politique monétaire est par nature générale, et c'est d'abord et avant tout la responsabilité de la politique budgétaire et fiscale de réduire les inégalités; mais elle n'a pas démérité en ce domaine.

12. La banque centrale des États-Unis a annoncé qu'elle acceptait désormais de voir l'inflation dépasser les 2 % tant qu'elle restait à ce niveau en moyenne sur plusieurs années. La BCE va-t-elle suivre ?

La banque centrale américaine parle plus précisément de « *flexible average inflation targeting* » : une moyenne d'inflation mais, c'est important, « flexible », signifiant qu'elle ne précisait pas sur quelle période elle calculerait cette moyenne. J'ai toujours dit que notre propre objectif d'inflation devait être flexible, de moyen terme, et symétrique. Nous devons donc à mon sens être prêts à dépasser temporairement le niveau d'inflation de 2 % sans en déduire mécaniquement un resserrement de la politique monétaire.

13. Votre collègue Isabel Schnabel a prononcé récemment un discours très volontariste sur la nécessité d'intégrer la lutte contre changement climatique dans les objectifs de la politique monétaire. Soutenez-vous cette évolution ?

La Banque de France est à l'origine du réseau des banques centrales et superviseurs pour le verdissement du secteur financier (NGFS). Nous avons commencé à huit membres, il y en a maintenant près de 80 et nous enregistrons ce mois-ci l'adhésion de la Réserve fédérale américaine: l'élection de J. Biden a déjà heureusement changé le rapport aux questions climatiques aux États-Unis...

Nous en discuterons dans l'Eurosystème à travers notre revue stratégique menée jusqu'à l'automne 2021, mais je vous livre ma conviction personnelle. C'est au nom même de notre mandat de stabilité des prix que nous devons nous préoccuper du changement climatique : celui-ci peut avoir des effets importants sur l'évolution des prix et de la croissance.

À long terme, le changement climatique risque d'entraîner un choc stagflationniste, moins de croissance et plus d'inflation. Et une taxe carbone – indispensable – aura des effets sur les prix relatifs des produits touchés. Mais les effets se lisent dès aujourd'hui. Le ralentissement de l'économie allemande à l'été 2018 s'explique d'abord par le bas niveau du Rhin à l'époque, l'industrie en ayant été affectée. Autre exemple, les transformations de l'industrie automobile. Nous ne pouvons plus dans nos modèles d'analyse, dans nos prévisions, ignorer le changement climatique. C'est un énorme travail méthodologique mais il est impératif.

Autre levier: vous savez que la Banque centrale prête de l'argent aux banques et que pour cela elle leur demande des garanties, que lui fournissent les banques. Nous estimons la valeur financière de ces garanties, comme n'importe quel prêteur. Il me paraît essentiel que nous intégrions les risques climatiques dans cette évaluation.

Je souhaite ardemment que nous arrivions à définir ces principes d'ici l'automne prochain; la BCE sera alors la banque centrale pionnière dans la lutte contre le changement climatique.

14. On sent une certaine volonté de la part des banques de revenir sur les nouvelles règles mises en place après la crise financière.

Je suis très vigilant face au retour de cette petite musique visant à remettre en cause les règles de Bâle 3. Celles-ci n'empêchent en rien les banques de distribuer du crédit à l'économie: alors que nous sommes dans une période de crise, les

crédits aux entreprises ont continué à augmenter – en France, de +12 % au total, et de +19 % pour les PME à fin septembre. S'il y avait un problème, les superviseurs viennent d'ailleurs d'offrir des flexibilités dans la crise Covid, or les banques ne les utilisent pas ! La mise en œuvre complète s'étale jusqu'en 2028, c'est un calendrier raisonnable. Il faut faire attention à la tentation de l'oubli. Au fur et à mesure que l'on s'éloigne d'une crise financière, il y a une tendance à dire que les règles de protection anti incendie ne sont plus nécessaires. C'est comme cela que l'on préparerait le prochain incendie.

15. La BCE pousse à la consolidation du secteur bancaire européen. N'est-ce pas prendre le risque de se retrouver face à des banques plus complexes et plus internationalisées ?

Le fait de disposer de grandes banques paneuropéennes n'empêcherait pas de les surveiller grâce au superviseur européen, et servirait l'intérêt général de la zone en permettant de mieux y faire circuler l'épargne. L'Europe dispose d'une ressource abondante qui est son excédent d'épargne avec, en face, des besoins d'investissement importants en matière d'environnement et de numérisation. Une partie sera prise en charge par l'investissement public mais le secteur privé devra y contribuer. Il nous faut une « Union de financement » transfrontière puissante pour rapprocher cette épargne des besoins d'investissement.

J'ajoute qu'il y a là un enjeu de souveraineté face à la taille des banques américaines et leur présence dans le reste du monde. Les cinq plus grandes banques américaines captent 40 % de leur marché et sont très internationalisées, les cinq plus grandes banques européennes 20 % et avec très peu d'activités transfrontières.