



**Audition de François Villeroy de Galhau,
Gouverneur de la Banque de France,**

**devant la Commission des finances et la Commission des affaires
européennes de l'Assemblée Nationale**

Paris, 6 mai 2020

*Contacts presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr) et Deborah Guedj
(deborah.guedj@banque-france.fr)*

Monsieur le Président, Madame la Présidente, Monsieur le Rapporteur général, Mesdames et Messieurs les Députés,

Je vous remercie de m'accueillir cet après-midi, virtuellement et exceptionnellement devant les deux Commissions. Le "rendu compte" de la Banque de France aux élus de la Nation que vous êtes est permanent, mais plus essentiel encore dans cette crise sans précédent. Je vais commencer par quelques mots sur la conjoncture économique, puis j'en viendrai à la mobilisation forte de la Banque de France et de la BCE dans la crise, avant d'esquisser les conditions du redémarrage économique.

I. La conjoncture économique en temps de confinement

Sur la photographie des effets économiques du confinement, nous convergions sur une perte d'activité d'environ un tiers. Le chiffre du premier trimestre publié par l'Insee jeudi dernier confirme cet ordre de grandeur, en ligne avec le -6 % que nous avons prévu dès le 8 avril : -5,8 % de PIB sur trois mois correspondant à -32 % sur une quinzaine en mars. Ces effets seront mécaniquement plus lourds car plus longs sur le deuxième trimestre. Pour avril, nous les estimerons dans notre prochaine enquête mensuelle de conjoncture publiée le 12 mai. Il est cependant encore trop tôt à nos yeux pour en tirer une prévision de la récession en 2020 et du rebond espéré en 2021.

Un mot sur la première comparaison avec les autres pays européens, avec beaucoup de prudence : tous sont durement freinés, mais la France l'est davantage que l'Allemagne ; même l'Espagne et l'Italie auraient vu leur secteur du bâtiment moins touché qu'en France, et le recours au chômage partiel apparaît nettement plus fort dans notre pays, avec le dispositif d'indemnisation le plus généreux. Il peut y avoir là des leçons utiles pour la sortie du confinement ; il est essentiel pour notre santé économique que la France puisse maintenant retravailler à pleine capacité, en assurant bien sûr la protection de tous les salariés.

II. La mobilisation de la Banque de France et de la BCE dans la crise

Dans cette crise, la Banque de France a immédiatement mobilisé ses activités sur cinq fronts essentiels : (i) l'accompagnement par notre Réseau dans tout le territoire, des ménages en difficulté ainsi que des TPE et PME – je souligne à ce propos le rôle essentiel de la Médiation du crédit, sous l'égide de la Banque de France, dans chaque département – nous en sommes à 200 saisines par jour, très majoritairement de TPE : c'est en une semaine plus que dans toute l'année dernière, mais c'est moins de 1,5 % des demandes de PGE – ; (ii) les besoins en matière de monnaie fiduciaire – qui n'a connu aucun problème d'approvisionnement ; (iii) l'analyse économique et la politique monétaire ; (iv) un suivi attentif des marchés ; (v) et une surveillance de la solidité financière des banques et assurances via l'ACPR.

Nous sommes également en première ligne de la réponse européenne, celle du Conseil des gouverneurs de la BCE. Elle a été rapide – en six jours, dès les 12 et 18 mars –, et massive en liquidités potentielles pour les entreprises et les États. Et elle a été jusqu'à présent efficace, pour financer la forte augmentation des crédits des entreprises (+7,5 % sur un an en France à fin mars), et stabiliser leur coût. Mais nous venons de le dire jeudi dernier : nous serons aussi flexibles que requis – notamment pour éviter la fragmentation de la zone euro, avec des augmentations injustifiées des taux d'intérêt dans certains pays ; et nous serons aussi innovants que nécessaire sur les instruments. Notre Conseil des gouverneurs hier a pris note du jugement de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe : comme l'a dit la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), nos actions passées sont bien proportionnées à notre mandat, et notre détermination pour l'avenir à assurer ce mandat est totale.

Permettez-moi une considération plus large, alors que des voix s'élèvent de divers côtés pour remettre en cause l'indépendance de la banque centrale et son mandat centré sur la stabilité des prix. Critiquer ces deux piliers me paraît non seulement inutile, mais également dangereux.

Inutile car la BCE a démontré sa capacité à innover et à agir rapidement tout en restant dans le cadre de son mandat. Mais également dangereux car ces deux piliers, qui sont inscrits dans le Traité voté démocratiquement, sont le fondement juridique de notre action. Plus encore, ils sont le fondement de la confiance des Européens dans leur monnaie. Nous ne pouvons pas annuler les dettes publiques que nous détenons aujourd'hui, ni juridiquement, ni « fiduciairement » : le soupçon de dominance budgétaire créerait une défiance vis-à-vis de la monnaie. L'indépendance et la stabilité des prix ne font en rien obstacle à une action puissante de la BCE, au contraire. Notre définition de la stabilité de prix est une inflation inférieure à mais proche de 2 % à moyen terme, et cet objectif est symétrique et non pas un plafond. En regard, l'inflation est aujourd'hui faible – 0,4 % en zone euro, et 0,5 % en France ; notre estimation est qu'elle devrait globalement rester inférieure à 1 %, contrairement aux craintes de nos concitoyens au vu des hausses temporaires de produits alimentaires. Le choc actuel est désinflationniste, avec le bas prix du pétrole et plus largement une demande qui risque de repartir plus lentement que l'offre. Et donc, au nom même de notre mandat, nous pourrions et nous devons très probablement aller plus loin, et ainsi soutenir la reprise par des taux d'intérêt bas et des liquidités abondantes pendant longtemps.

III. Les conditions de la reprise : un « triangle des réassurances »

Les espoirs initiaux étaient ceux d'un rebond rapide, « en V ». Il est clair aujourd'hui qu'il prendra du temps, et supposera au-delà de l'urgence de l'acte I, des actions d'accompagnement de la reprise patientes et sélectives. Un retour à une meilleure fortune économique devra passer par ce que j'appelle un « triangle des réassurances » : la confiance des ménages, la solvabilité des entreprises et la soutenabilité de la dette publique.

1/ Certains ménages sont hélas plus fragilisés par la crise, et doivent être aidés par une indispensable solidarité. Mais globalement, la consommation des ménages aura reculé nettement plus que leur revenu pendant le confinement, conduisant à une « épargne forcée » significative, d'au moins 15 milliards

d'euros sur mars, et probablement une soixantaine d'ici fin mai. Il s'agira demain de transformer rapidement cette réserve en consommation et donc en croissance. Pour assurer la confiance économique, mieux vaudra à court terme écarter l'effet récessif de hausses d'impôts sur les ménages

La question prioritaire pour les ménages est donc celle de leur confiance plus que de leur pouvoir d'achat. Si une mesure fiscale pour l'ensemble des ménages était cependant éventuellement envisagée, il faudrait privilégier des incitations temporaires et ciblées à consommer leur épargne.

2/ Pour les entreprises et les indépendants, la sortie du confinement va être potentiellement périlleuse. Malgré les mesures fortes de liquidité, des pertes non rattrapables de chiffres d'affaires auront dégradé leur solvabilité. Leur dette globale a déjà significativement augmenté, de +2 % sur le seul mois de mars soit 32 milliards.

L'aide aux entreprises devra donc être en partie réorientée des prêts de l'acte 1 vers des quasi fonds-propres. Mais pour éviter les effets d'aubaine ou les échecs ruineux, efficacité devra rimer avec sélectivité. L'acte 1 était général, les actes suivants devront prioriser. Une piste serait de permettre l'imputation immédiate des pertes 2020 sur l'impôt sur les sociétés de 2019 et des années antérieures. Les secteurs durablement fermés devraient être traités par des aides ad hoc. Parmi les autres dispositifs, le ministre de l'Économie a proposé une recapitalisation publique pour des entreprises cotées si elles sont viables. Pour l'aide aux PME par contre, des prêts participatifs seront plus adaptés.

Plusieurs économistes ont proposé, de façon intéressante, un fonds européen de recapitalisation temporaire des entreprises, qui pourrait être lié à la BEI. Il aurait le double avantage (i) d'assurer une meilleure égalité de concurrence entre pays, en évitant que les moins endettés aujourd'hui puissent aider davantage leurs entreprises et (ii) de potentiellement mettre d'accord Nord et Sud de l'Europe, pour dépasser un débat assez stérile entre prêts et dons.

3/ L'amortisseur public joue massivement, et heureusement : il absorbe environ 60 % du choc actuel, le solde étant principalement pour les entreprises

et plus marginalement – à 5 % – pour les salariés. Le prix de cet amortisseur est une dette publique qui aura augmenté d'au moins 17 points de PIB à 115 % fin 2020. L'après-confinement sera donc un défi pour les finances publiques, entre reprise rapide à préserver et soutenabilité durable à assurer. Accompagner la reprise pourrait nécessiter un traitement séparé de la dette héritée de la crise, par un « cantonnement » partiel qui a le seul mérite d'en repousser à plus long terme l'amortissement. Pour la dette future à l'inverse, associée à la relance, sa mutualisation avec les pays les plus solides avait inspiré le plan Marshall de l'après-guerre. L'idée française d'un fonds européen mutualisant de nouveaux programmes d'investissements, par exemple pour le climat, serait la meilleure traduction de la solidarité européenne.

Mais il n'y a pas de solution miracle : dans la durée, c'est la croissance et notre travail qui devront financer cette dette, d'où l'équilibre à trouver dans la politique budgétaire. Ces réglages relèvent du gouvernement et du Parlement, et je me permets juste deux considérations :

- À court terme, il est normal – et même souhaitable – d'avoir un déficit élevé, pour contrer la récession. Mais il faut prioriser tout ce qui est dépenses temporaires, voire dette réversible comme l'investissement en quasi-fonds propres des entreprises ; et il faut éviter à l'inverse des dépenses ou baisses d'impôts permanentes qui pèseraient, de façon elle injustifiée, dans l'après-crise. Et à court terme toujours, il ne faudra pas resserrer trop prématurément la politique budgétaire dans le redémarrage.
- À moyen terme, à l'inverse, une fois la croissance solidement rétablie, nous devons revenir à une politique budgétaire plus sélective, et à des dépenses publiques plus efficaces. C'est le sujet structurel de la France, tout en privilégiant l'investissement porteur d'avenir en faveur de l'éducation, de la formation professionnelle et d'un travail plus qualifié. Nous avons enregistré, sur les quatre années 2016-2019, de beaux succès collectifs en matière d'emplois ; il faudra en retrouver le fil. C'est ainsi je l'espère que nous allons surmonter cette rude épreuve pour notre pays.

Je vous remercie de votre attention et je suis à votre disposition pour répondre à vos questions.