

« La BCE doit se préoccuper du changement climatique »

François Villeroy de Galhau, le gouverneur de la Banque de France, s'exprime en détail sur l'économie française et la politique monétaire de la Banque centrale européenne.

Propos recueillis par Christian Chavagneux

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

Où en est l'économie française à l'aune de 2021 ? Comment gérer l'accroissement de la dette publique ? Quels sont les réels objectifs de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) ? Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, revient sur toutes ces questions, répond aux critiques sur le financement du logement, alerte sur la volonté des banques de réduire les réglementations et bien d'autres choses encore. Entretien fleuve !

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 % de baisse du

PIB) 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 [NDLR : le produit intérieur brut (PIB) a chuté de 31 %] 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.

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 dix 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) !

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

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 Etats, 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 quelque 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.

On parle beaucoup du quantitative easing* de la BCE, une action sur le volume de liquidités et de crédits disponibles. Votre action n'est-elle pas plutôt 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 Etats, 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 Etats. 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. A 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 dix 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.

Les Etats dépendent tellement de la BCE que si vous changez de politique, vous provoquerez une crise des dettes publiques. La BCE est-elle 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

“

D'habitude, les crises accroissent les divergences entre les pays de la zone euro ; cette fois, les situations ont convergé ”

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU



Paris. La politique monétaire est accusée d'avoir fait monter les prix de l'immobilier, mais nombre de ménages, notamment les jeunes, ont pu emprunter plus facilement grâce à des taux très bas, se défend François Villeroy de Galhau.
© BRUNO LEVESQUE - IFS

notre bilan (ne pas refinancer les dettes que nous détenons [1]), 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 %.

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. 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. La 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 démerité en ce domaine.

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

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.

A 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. 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 à l'automne prochain ; la BCE sera alors la banque centrale pionnière dans la lutte contre le changement climatique.

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 : de 12 % au total en France 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. ■

[1] Quand la BCE arrêtera d'acheter les nouvelles dettes émises par les Etats, elle pourra décider de continuer à leur prêter, ou pas, de quoi rembourser les dettes anciennes qu'elle détient, NDLR.

- * **Quantitative easing** : rachats massifs par la banque centrale, via la création monétaire, de titres de dettes, essentiellement publiques, afin de faire baisser les taux d'intérêt à long terme.
- * **Spreads** : supplément de taux d'intérêt imposé à un emprunteur considéré comme risqué, par rapport à un emprunteur jugé sans risque, l'Etat en général, l'Allemagne en zone euro.
- * **Taux souverains** : taux d'intérêt auquel empruntent les Etats.

Retrouvez l'intégralité de l'entretien sur [alternatives-economiques.fr](https://alternatives-economiques.fr/frama.link/thL8Po6b) : frama.link/thL8Po6b