



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

**devant la Commission des finances de l'Assemblée nationale
Paris, 13 janvier 2021**

*Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr), Déborah Guedj
(deborah.guedj@banque-france.fr)*

Monsieur le Président, Monsieur le Rapporteur général, Mesdames et Messieurs les Députés,

Je vous remercie de me recevoir aujourd'hui, et je formule tous mes vœux pour vous, et pour notre cher pays rudement éprouvé par la crise sanitaire depuis bientôt un an. Permettez-moi, au vu de la gravité de l'heure, d'ajouter un vœu pour le Parlement : qu'il reste toujours le lieu respecté de notre démocratie et de vrais débats de fond, alors qu'il a été attaqué il y a une semaine outre-Atlantique. Je voudrais en introduction évoquer la conjoncture économique, la mobilisation en appui de la politique monétaire, et le débat sur la dette.

**

I. Une récession et un rebond sans précédent

Notre enquête mensuelle de conjoncture menée auprès de 8500 entreprises sur tout le territoire, et publiée ce matin même, situe l'économie française en décembre à 7 % en dessous de son niveau d'avant-crise. La perte d'activité est beaucoup moins lourde qu'au printemps (-31 % au mois d'avril ; -17 % en mai) : nous avons appris à travailler en nous protégeant, sauf pour les services à la personne qui restent malheureusement les plus touchés, dont l'hébergement-restauration. Décembre a vu une amélioration sensible par rapport à novembre (-11 %) : graphique 1. Janvier devrait marquer un palier à -7 % également ; nous n'attendons pas à l'inverse que le durcissement horaire du couvre-feu dans certains départements ait ce mois-ci un coût économique significatif.

Cette dernière enquête mensuelle conforte notre prévision d'ensemble de décembre, prudente mais confiante. Dans notre scénario central, la croissance du PIB serait de 5 % en 2021 comme en 2022. Nous y faisons l'hypothèse que les mesures de restrictions se poursuivraient au premier trimestre et seraient progressivement levées ensuite. La récession de 2020, à -9 %, a été la plus rude depuis 1945 : notre pays y a quand même « amorti le choc » pour les ménages, grâce aux dispositifs d'activité partielle et avec un pouvoir d'achat **en moyenne** globalement préservé. Dans les montants effectivement dépensés, l'effort budgétaire français paraît d'ailleurs au moins comparable à celui de ses

voisins européens : graphique 2. La contrepartie en a été une dette publique augmentée à plus de 115 % du PIB, j'y reviendrai. Le rebond espéré de +5 % en 2021 puis en 2022 devrait être à l'inverse le plus fort depuis 1973, et supérieur à la moyenne de la zone euro (+4 % en 2021 comme en 2022). Mais ce choc Covid sans précédent entraînera inévitablement une détérioration du marché du travail, avec un pic du chômage proche de 11 % au premier semestre de cette année, avant un reflux autour de 9 % fin 2022.

*

Face à cette crise sans précédent, et en parallèle au soutien budgétaire des gouvernements et de l'Union européenne, la politique monétaire de l'Eurosystème a apporté un soutien rapide, fort, efficace. Nous l'avons fait au nom même de notre mandat de stabilité des prix. Ce choc a un fort effet désinflationniste : l'inflation en zone euro, déjà trop faible début 2020 (1,4 %), est devenue temporairement négative fin 2020, à -0,3 %. Nous restons clairement déterminés vers notre objectif de 2 % d'inflation : pour cela, nous maintiendrons aussi longtemps que nécessaire des conditions monétaires favorables, et nous suivons avec une attention particulière les effets négatifs du taux de change de l'euro contre les diverses devises. Sur ce chemin, notre politique monétaire permet déjà un résultat très concret : maintenir des conditions de financement favorables dans tous les États, pour tous les acteurs économiques – jusqu'aux PME et ménages.

Dès mars, nous avons décidé deux programmes exceptionnels : le premier pour les acteurs qui se financent via les banques, c'est-à-dire les ménages et la plupart des entreprises, dont les PME – que nous appelons « TLTRO » ; le second pour ceux qui se financent *via* les marchés, c'est-à-dire les grandes entreprises et les États – le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP en anglais). Nous avons ainsi construit un « pont de financement » pour aider les acteurs économiques à traverser cette crise. En décembre dernier, en réponse à la prolongation de la crise, nous avons prolongé et amplifié nos deux programmes exceptionnels jusqu'au premier semestre 2022, c'est-à-dire la

sortie espérée de la crise. Nous les appliquerons avec flexibilité, sans *quantité* pré-fixée d'achats, mais en suivant plutôt la *qualité* des financements accessibles aux entreprises et aux ménages.

L'Eurosystème a ainsi montré que son indépendance, et son mandat, étaient pleinement compatibles avec une forte capacité d'action et d'innovation. Mais cette action a été possible parce que nous sommes crédibles, ancrés dans les traités européens ; nous ne pouvons pas aller au-delà. L'argent créé par la banque centrale est prêté pour une durée limitée, il n'est pas donné définitivement. Par sa création monétaire, la banque centrale peut procurer du temps – et c'est essentiel – ; mais elle ne peut pas augmenter durablement les richesses. Seuls notre travail et la croissance le peuvent, et ceci m'amène au débat sur la dette.

II. Comment traiter la dette ?

Le sujet de la dette publique massive préoccupe légitimement nos concitoyens, et votre Rapporteur général y a consacré un rapport remarqué. Je veux donc répondre à deux questions que j'entends souvent comme vous : y a-t-il une solution simple, comme l'annulation de cette dette, ou sa variante qu'est la conversion en titres perpétuels ? Et sinon, quelle issue au problème ?

Sur l'annulation de la dette publique, c'est une illusion séduisante mais ce n'est pas une solution. Un prêteur, privé ou public, qui ne serait plus remboursé, ne prêterait plus. De manière plus spécifique pour la dette détenue par la BCE et la Banque de France, son annulation reviendrait à financer directement les États, ce qui est interdit par les traités fondateurs de l'euro dans lesquels la France s'est engagée. En l'absence de consensus pour modifier ces traités, vouloir annuler les dettes signifierait quitter l'euro : il faut le dire. Il faut noter en outre qu'en dehors même de l'euro, aucun grand pays – États-Unis, Canada, Japon, Grande-Bretagne – n'envisage l'annulation des titres détenus par sa Banque centrale.

Une dette ne peut pas être annulée ; elle peut être refinancée à échéance, mais ce n'est jamais automatique. Et le prêteur ne refinancera que s'il a confiance que cette dette est soutenable, c'est-à-dire remboursable tôt ou tard. Ce qui m'amène à la deuxième question : quel est notre chemin vers ce remboursement et ce désendettement ?

Trois leviers doivent être combinés. Nous aurons d'abord besoin de **temps** : il faut éviter de supprimer trop tôt les mesures budgétaires accommodantes. Et il faudra attendre le retour du PIB à son niveau d'avant la crise, à partir de 2022, pour commencer à réduire le ratio d'endettement. La **croissance** constitue ensuite un déterminant clé du financement de la dette, nécessaire mais non suffisant. Le troisième levier, c'est en effet **une meilleure maîtrise de nos coûts publics**, les plus élevés d'Europe et même de tous les pays développés. J'ai conscience ici que la répétition suscite un certain scepticisme : beaucoup, à force d'avoir entendu parler de cette maîtrise ne la croient plus possible, d'autres redoutent « l'austérité ». Ce n'est pas cela que la Banque de France suggère : c'est une double stabilité, celle des dépenses publiques primaires en volume, et celle des impôts et cotisations sociales. Au cours des dix dernières années, nos dépenses en volume ont continué à augmenter de 1 % par an en moyenne. Passer de 1 % à la stabilité serait compatible avec le maintien de notre modèle social européen : beaucoup de nos voisins y sont parvenus. Et cela serait aussi compatible avec le financement des dépenses publiques les plus productives et celles pour les jeunes, dont l'éducation et la formation, ainsi que la recherche, qui ont un effet positif sur la croissance à long terme. Il serait souhaitable parallèlement de viser la stabilité fiscale : pas de hausses d'impôts, mais pas non plus de baisses que nous n'avons pas les moyens de financer. Ce serait aussi un facteur central de prévisibilité pour les ménages et les entrepreneurs. Une telle stabilité changerait tout : au bout de dix ans, nous aurions réduit notre dette publique d'environ 20 % du PIB. Et nous aurions aussi inversé une tendance grave à toujours charger les générations suivantes : à près de 120 % du PIB, le « sac à dos » des jeunes pèse aujourd'hui deux fois plus lourd qu'il y a vingt ans, et six fois plus lourd qu'il y a quarante ans.

*

À propos de la dette – et cette fois celle des ménages –, je souhaite revenir rapidement sur la décision du HCSF le 17 décembre dernier sur les crédits immobiliers. Cette décision est équilibrée et efficace :

- **efficace** par rapport à son objectif : ce n'est ni d'exclure des ménages de l'accession à la propriété ni de faire reculer le crédit immobilier, mais d'arrêter une dérive continue des conditions d'octroi qui n'était pas soutenable. Depuis 2015, la durée des crédits s'allongeait continument, le taux d'effort – la mensualité rapportée au revenu – augmentait ; la poursuite de cette tendance aurait fragilisé la situation des ménages emprunteurs, et augmenté le risque de surendettement. Nous avons enregistré des premiers progrès en 2020 ; cette inflexion doit se poursuivre, en 2021 et après.

- **équilibrée** : nous avons au vu de l'expérience des premiers mois ajusté, "réglé" certains paramètres de la recommandation ; en contrepartie nous renforçons son caractère contraignant. La recommandation ajustée sera publiée ce mois-ci. J'attends que tous les établissements bancaires l'appliquent pleinement sur les nouveaux dossiers, et j'ai toutes raisons de penser qu'ils adapteront en conséquence leurs offres de prêts, dans l'intérêt même de leurs clients. Et à l'été, le HCSF prendra les dispositions juridiques nécessaires pour que cette recommandation devienne une norme.

Cette décision a été prise à l'unanimité du HCSF, et largement saluée : nous pouvons nous en réjouir. Comptez d'autant plus sur la Banque de France et l'ACPR pour garantir son respect. Nous aurons ainsi préservé le modèle français de crédit immobilier, et protégé les ménages par un financement sain de leurs projets.

**

Je veux terminer cette introduction avec quelques mots sur la Banque de France. 2020 aura marqué une étape importante pour notre transformation interne. Nous avons achevé notre plan stratégique « Ambitions 2020 » en ayant

largement dépassé les dix repères de réussite que nous nous étions fixés : 2020 aura surtout vu un engagement exceptionnel des femmes et des hommes de la Banque de France au service de nos concitoyens, sur le terrain via notre Réseau, au siège et à l'ACPR. Nous voulons continuer à prouver que service public peut rimer avec efficacité et innovation. Soyez en assurés en 2021.