



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

**devant la Section de l'économie et des finances du Conseil économique social  
et environnemental**

**Paris, 8 avril 2020**

**« De l'action d'urgence face à la crise, aux premières réflexions sur l'après-  
crise »**

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

Madame la Présidente, Messieurs les Vice-présidents, Mesdames et Messieurs les Conseillers,

Je vous remercie de cette invitation « virtuelle » mais essentielle pour maintenir dans cette crise un dialogue économique fructueux entre nos institutions : la Banque de France est extrêmement mobilisée dans la bataille économique pour soutenir nos entreprises, et les représentants de la société civile que vous êtes sont bien sûr très attentifs à la situation. Cet après-midi, je vais, brièvement, vous présenter les résultats de notre enquête mensuelle de conjoncture parue aujourd'hui. Il s'agit de la première enquête française qui analyse l'impact sur l'économie des quinze premiers jours de confinement. Puis, j'en viendrai plus longuement aux réponses de politique économique : celles qui ont été apportées à court terme – ici, le consensus est fort –, et celles qu'il faudra construire en sortie de crise – là, les questions sont ouvertes.

\*\*

## **I. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France : un coût économique significatif**

En 2019, l'économie française était caractérisée par sa **résilience** : elle résistait mieux au ralentissement économique que ses voisins européens – notamment l'Allemagne. Elle subit désormais de plein fouet un choc sévère, qui affecte aussi bien l'offre que la demande.

Notre enquête mensuelle de conjoncture, réalisée du 27 mars au 3 avril auprès de 8 500 entreprises, reflète l'impact des mesures de confinement en vigueur depuis le 17 mars. Celles-ci ont un impact très significatif, de -32 % sur l'activité en mars, et en conséquence sur notre **estimation de croissance trimestrielle du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre qui est de l'ordre de – 6 %**. L'activité se replie dans tous les secteurs, le plus souvent de manière brutale (cf. graphique 1 ci-dessous). Ce mouvement n'est pas seulement lié au contexte français. Les commandes en provenance de l'étranger ont elles aussi été très affectées, l'épidémie touchant la plupart des principaux partenaires commerciaux des entreprises françaises.

### Graphique 1 : Impact de la crise de Covid-19 sur l'activité par branche au mois de mars

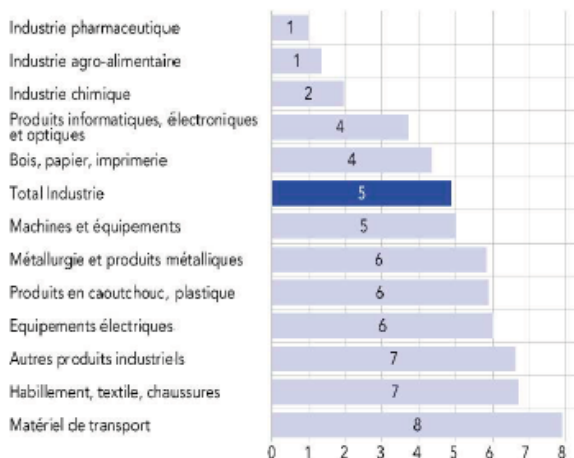
Branche d'activité	Poids dans la VA	Impact sur l'activité lors d'une semaine type de confinement en mars
Agriculture et industrie	15%	-31%
Agriculture et industrie agroalimentaire	4%	-6%
Énergie, eau, déchets et cokéfaction et raffinage	3%	-15%
Industrie manufacturière hors alimentaire et cokéfaction-raffinage	9%	-48%
Construction	6%	-75%
Services marchands	57%	-37%
Commerce de gros et de détail, transports, hébergement et restauration	18%	-65%
Services financiers et immobiliers	17%	-12%
Autres services marchands	22%	-34%
Services non marchands	22%	-9%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>-32%</b>

Source : Banque de France

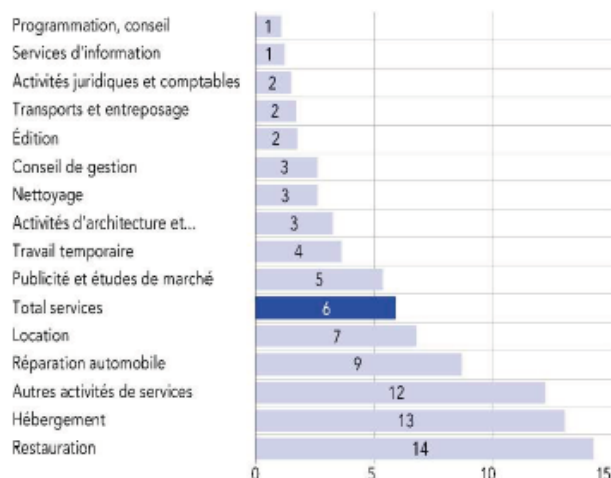
Dans l'**industrie**, les secteurs les plus affectés par la baisse d'activité sont l'industrie automobile, la métallurgie et les fabrications de machines et équipements. Pour l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est passé de 78 % en février à 56 % en mars, soit le plus bas niveau jamais enregistré dans cette enquête. Dans les **services**, la chute la plus importante est enregistrée dans l'hébergement et la restauration. L'activité du **bâtiment** s'est également fortement dégradée avec la mise à l'arrêt, sur le début de la période de confinement, de nombreux chantiers (cf. tableaux ci-dessous).

## Tableaux 1-2-3 : Évolution de l'activité dans les principaux secteurs.

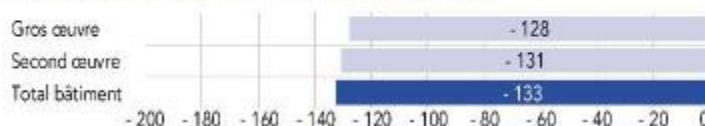
Nombre moyen de jours de fermeture exceptionnelle dans l'industrie



Nombre moyen de jours de fermeture exceptionnelle dans les services



Évolution de l'activité dans le bâtiment (par rapport au mois précédent, solde d'opinion)



Source : Banque de France

En résumé, l'économie française a tourné fin mars aux deux tiers de son rythme normal. Ceci veut dire que chaque quinzaine de confinement nous « coûte » environ 1,5 % de perte de PIB annuel, et au moins 1 % de déficit public supplémentaire.

## II. Construire les bonnes réponses de politique économique

### 2.1 L'urgence : des réponses rapides, fortes et convergentes dans la crise

Face à cette crise sans précédent, et totalement imprévisible, des **réponses rapides, fortes et convergentes** partout ont été apportées en quinze jours pour endiguer les effets d'un choc économique sévère. Les leçons de 2008 ont été retenues. Rarement le consensus a été aussi fort sur le sens et l'ampleur des mesures à prendre, y compris parmi les économistes, ce qui est assez rare. En France, nous avons ainsi construit un bouclier pour protéger les entreprises de

toute taille et les aider à traverser ce choc, ce qui protège aussi leurs salariés. Ce « bouclier de trésorerie » est fait à la fois de mesures budgétaires et monétaires sans précédent.

Le **volet budgétaire** mis en place par le gouvernement repose d'abord sur les reports d'échéances sociales et fiscales, le fonds de solidarité pour les indépendants, et surtout les mesures d'activité partielle – l'ancien « chômage technique », et nous en avons heureusement inversé l'appellation. La France a su ainsi tirer les leçons du succès de l'Allemagne et de son « Kurzarbeit » en 2009. Notre dispositif – désormais le plus généreux et coûteux d'Europe – devrait éviter ce qui a commencé de se produire aux États-Unis : destruction de dix millions d'emplois en quinze jours et demain probablement beaucoup plus ; il protège les salariés et leurs revenus, et préserve les capacités de production pour la reprise future. S'y ajoutent les prêts garantis par l'État, jusqu'à 300 milliards d'euros, remboursables sur une durée d'un à cinq ans et pouvant couvrir jusqu'à un quart du chiffre d'affaires annuel. Les banques jouent globalement le jeu, mais la Médiation du crédit, sous l'égide de la Banque de France, est mobilisée pour venir en aide à toute entreprise qui rencontrerait des difficultés. Nous recevons déjà, chaque semaine, plus de dix fois plus de dossiers que l'an dernier.

J'en viens ainsi au **volet monétaire** de ce bouclier de trésorerie. Partout dans le monde, les grandes banques centrales ont pris des mesures fortes pour assurer le financement des entreprises à court terme grâce aux achats de billets de trésorerie, et à moyen terme grâce aux achats d'obligations privées.

La BCE avait ici été parmi les pionnières. Elle se distingue en outre par sa capacité à assurer aux banques des **liquidités immédiates, et quasi-illimitées** pour qu'elles-mêmes financent tous les acteurs économiques : entreprises, États, et ménages. Pour ce faire, la BCE a pris en deux réunions successives des décisions exceptionnelles. On a souvent opposé celles du 12 mars – qui auraient manqué leur cible – au « paquet » réussi du 18 mars. Je veux au contraire en souligner la complémentarité. Le 12 mars, la BCE a décidé de

mettre à disposition des **banques** près de 3 000 milliards d'euros soit  $\frac{1}{4}$  du PIB de la zone euro – grâce au dispositif dit de « TLTRO 3 » qui permet de refinancer à taux négatif [pouvant atteindre - 0,75 % si les banques maintiennent au moins leur encours de crédit] jusqu'à 50 % des crédits à l'économie essentiellement ETI et PME. Le 18 mars, nous avons en complément décidé une enveloppe exceptionnelle d'achats d'actifs de 750 milliards d'euros pour ceux qui se financent via les marchés : États et grandes entreprises. Ce « programme d'achats d'urgence face à la pandémie » (PEPP en anglais), totalement inédit, vise à éviter un choc positif des taux d'intérêt longs lié à la charge exceptionnelle de la crise sanitaire. Il s'ajoute aux achats d'actifs déjà prévus (300 milliards d'euros). La BCE s'est ici donnée une triple flexibilité si nécessaire, elle aussi sans précédent : entre titres publics et privés, entre pays pour les titres publics, et par rapport à la limite de 33 % d'encours sur chaque titre public.

L'Eurosystème a en outre décidé, vite et fort, d'activer ses **leviers macro et micro pruden**tiels pour permettre aux institutions financières de la zone euro d'optimiser leurs capacités à financer les entreprises. Nous l'avons fait non parce que les banques sont faibles mais bien parce qu'elles sont fortes. Contrairement à 2008, ce ne sont pas les banques qui sont le maillon faible d'une crise qui est cette-fois sanitaire, économique mais, dans son origine du moins, de nature non financière : c'est notamment le résultat de la réglementation que nous avons mise en place et renforcée depuis 10 ans. C'est ce qui nous donne aujourd'hui plus de souplesse pour relâcher certaines exigences en capital, dont le « coussin contra-cyclique », et reporter d'un an l'entrée en vigueur des accords de Bâle III, en 2023.

Toutes ces mesures doivent être mises en regard des discussions – souvent vives – sur le niveau de solidarité financière européenne. Certes, l'Europe pourrait sans doute faire plus, mais n'oublions pas qu'elle fait déjà beaucoup, grâce à l'action massive de l'Eurosystème ou à l'assouplissement – décidé rapidement et unanimement – du Pacte de Stabilité et de Croissance : il permet

la priorité naturelle aux actions nationales. Si l'on considère un rôle possible du Mécanisme Européen de Solidarité (MES), les montants en jeu – autour de 410 milliards d'euros – seraient certes significatifs ; mais le soutien apporté par la BCE représente à lui-seul 1 050 milliards d'euros sur les marchés, et jusqu'à 3 000 milliards d'euros de liquidités bancaires. L'Union monétaire permet en outre à l'Italie ou l'Espagne d'emprunter nettement moins cher qu'avant l'euro. À vrai dire, ces questions de solidarité financière européenne viendront surtout dans l'après-crise, à laquelle j'arrive donc.

## 2.2 Les premières réflexions stratégiques pour l'après-crise

Au-delà de l'urgence et du consensus du présent, nous devons commencer à réfléchir à l'« après-crise ». Il pose lui des questions très ouvertes, et en partie prématurées. Laissez-moi l'introduire, avec simplicité, par ce que nous savons et ce que nous ne savons pas :

- nous savons que la **croissance sera fortement négative en 2020, puis positive en 2021**. Mais nous ne savons pas les chiffres : ils dépendent de la durée du confinement maximal – 1,5 % de perte de PIB par quinzaine –, de notre capacité à repartir ensuite, et des enchaînements sanitaires et économiques dans le reste du monde.
- nous savons désormais que contrairement à nos espoirs initiaux, nous ne passerons pas d'un coup de la phase actuelle de confinement général à une phase finale de mobilité totale. Il y aura entre elles une **phase 2 de confinement relatif**, dont la sortie sera progressive et potentiellement longue. Mais nous n'en connaissons pas encore les modalités : c'est là que l'articulation entre bataille sanitaire et bataille économique devra être optimisée, et le débat public associer médecins et économistes. Leurs vues peuvent converger plus facilement qu'on ne le croit.
- nous savons enfin que nous sortirons de cette crise avec **des dettes significativement plus élevées**. C'est évident pour la dette publique, de dix à plusieurs dizaines de points de PIB. Mais c'est vrai aussi de la dette des entreprises : plus longue aura été la pause économique, plus leurs

problèmes passeront de simples besoins de trésorerie à des défis durables de bilan, et de pertes à couvrir en capital. Pour le dire en langage financier, nombre d'entreprises passeraient d'une contrainte de liquidité à une contrainte de solvabilité. Et les problèmes actuels de flux vont devenir des problèmes de stocks. Relativement, ce sont les ménages qui sont les agents économiques globalement les moins affectés par cette crise, avec un niveau élevé d'«épargne forcée »durant cette période. Naturellement, cela ne signifie pas que, sur un plan micro-économique, pour certains ménages modestes, ou certaines personnes vulnérables, les pertes de revenu ne soient pas déjà constatées ; et ces ménages-là, qui ont du mal à boucler les fins de mois, n'ont pas d'épargne de précaution.

\*\*\*

Ceci conduit à considérer les pistes historiques de sorties de crise, à commencer par les après-guerre. La recherche économique s'y intéresse beaucoup aujourd'hui, même si notre situation reste heureusement moins dramatique : les trois voies « classiques » – qui amènent autant d'interrogations – sont le retour à la croissance, le traitement des dettes, et la bonne utilisation de la politique monétaire.

**1/ Quel soutien à la croissance ?** En Europe, il n'y aurait guère de sens à distribuer un chèque aux ménages comme prévu dans le plan de relance américain. Nous n'avons pas – heureusement, à mon sens – le même modèle social. Compte tenu des différents régimes de protection qui existent en Europe, auxquels s'ajoutent l'épargne forcée en temps de confinement, le redémarrage de la demande des ménages devrait pouvoir se faire assez spontanément. Au sein de la demande totale, il demeure davantage d'incertitudes sur l'investissement et la demande externe, en particulier sur le temps qu'il faudra à l'économie mondiale pour surmonter la crise sanitaire. **L'offre** des entreprises pourrait quant à elle rester bridée dans certains secteurs par des pertes durables de capacités (faillites) et des difficultés d'approvisionnement. Il faudra donc probablement des programmes d'investissement et pour la transition



climatique qui soutiennent la demande en améliorant les capacités de production ; et il faudra pour cela privilégier l'échelon européen pour financer des actions communes, d'autant qu'il a une « capacité d'endettement » supérieure. Ici, nos remèdes à la crise rejoindront donc nos priorités de long terme. Au plan national, le meilleur investissement pour la croissance restera toutes les actions pour l'éducation, la formation professionnelle et un travail plus qualifié : la France avait heureusement créé un million d'emplois supplémentaires dans les quatre années précédant le choc du virus ; demain, c'est encore par notre travail productif de richesses que nous couvrirons le prix de ce choc.

**2/ Comment traiter les dettes héritées de la crise ?** Dans un second temps, se posera la question de **l'endettement public et privé**. Une réponse nécessaire passera par une gestion budgétaire rigoureuse pour faire baisser les déficits : vu la faible acceptabilité d'une augmentation des impôts, nous devons revenir à une politique budgétaire plus sélective, et à de moindres dépenses publiques. Un tel effort ne pourra porter ses fruits qu'à moyen terme puisqu'il faut dans l'immédiat aider l'économie à redémarrer. Deux pistes plus spécifiques et plus difficiles sont aussi évoquées. Il s'agit pour certains de favoriser un transfert de dettes privées vers des dettes publiques, en considérant que les entreprises n'ont pas causé la perte d'activité qu'elles subissent et que seul l'État a la capacité de jouer le rôle d'assureur de dernier ressort. Cette solution a été envisagée par l'ancien président de la BCE, Mario Draghi. Ceci peut rejoindre le besoin de passer à des mécanismes de subventions ou de fonds propres en faveur de certaines entreprises, plutôt que des simples prêts. Ces transferts présenteraient l'avantage de préserver l'appareil productif face au risque de défaut de paiement. Ils sont cependant coûteux pour les finances publiques et compliqués à mettre en œuvre.

L'autre piste, qui peut être cumulative, est un traitement séparé de la dette exceptionnelle héritée de la crise. Le cantonnement, utilisé, notamment au 19<sup>ème</sup> siècle – c'est l'origine en France de la Caisse des dépôts et consignations

après les guerres napoléoniennes –, a le mérite de préserver la politique budgétaire « ordinaire ». Il laisse pour autant ouverte la question de l'amortissement de cette dette exceptionnelle. Une variante plus positive est sa mutualisation avec les pays les plus solides : c'est bien sûr le plan Marshall de l'après-guerre, mais elle requiert une solidarité mondiale ou européenne hélas incertaine.

Quelles que soient les modalités, nous devons donc porter plus longtemps des dettes publiques plus élevées, quand bien même le poids en sera allégé si les taux d'intérêt restent très bas. Ceci m'amène à la politique monétaire.

**3/ Quelle utilisation de la politique monétaire ?** Commençons là aussi par le plus certain : l'inflation devrait rester faible sur la période ; elle est déjà tombée en mars à 0,6 % en France, et 0,7% pour la zone euro. Certes, l'offre est bridée ; mais la demande ne repartira que progressivement, et le prix du pétrole devrait rester bas. L'Eurosystème devra donc durablement faire face, si ce n'est à un risque de déflation, en tout cas à une **inflation trop faible** par rapport à sa définition de la stabilité des prix : proche de 2 % à moyen terme, a fortiori alors que depuis une décennie l'inflation n'a été que de 1,3 % par an. Ceci nous créera donc non seulement la possibilité, mais l'obligation de maintenir longtemps des taux d'intérêt très bas, et des instruments non conventionnels amples dont les programmes d'achats publics et privés.

Cette faible inflation – surtout si elle est persistante – alimente certaines réflexions beaucoup plus spéculatives et complexes sur la politique monétaire de l'après-crise. Si le financement monétaire des autorités publiques est interdit par les Traités européens, il serait par exemple, selon ces théories, possible d'imaginer que la Banque centrale crée durablement de la monnaie pour financer directement les entreprises. Rien n'est en principe exclu dans un débat intellectuel. Mais seul un risque majeur « par le bas » pour la stabilité des prix pourrait faire envisager de telles décisions. Il faudrait alors impérativement veiller à ce que de telles mesures conduisent bien l'inflation à sa cible. Ce sont en effet les deux piliers qui doivent impérativement demeurer à travers ces

circonstances exceptionnelles : le **mandat de la Banque centrale** – assurer la stabilité des prix –, et son **indépendance** – par rapport notamment aux autorités budgétaires. Parce que ces deux piliers sont inscrits dans le Traité, et surtout parce qu'ils fondent notre actif le plus précieux : la confiance des citoyens européens dans leur monnaie.

\*\*

Je voudrais conclure avec quelques mots sur la Banque de France. Nous avons mobilisé nos activités sur cinq fronts essentiels : l'accompagnement par notre Réseau des TPE et PME, ainsi que des ménages en difficulté ; les besoins en matière de monnaie fiduciaire ; l'analyse économique et la politique monétaire ; un suivi attentif des marchés ; et une surveillance de la solidité financière des banques et assurances. En cette période de fortes incertitudes, vous pouvez compter sur l'engagement des femmes et des hommes de la Banque de France. J'y vois l'illustration d'une conviction plus large : c'est par notre unité et notre solidarité que nous allons surmonter cette rude épreuve pour notre pays.