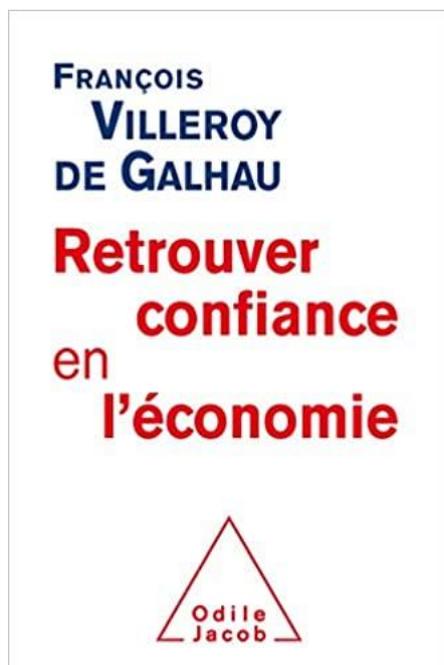


Retrouver confiance en l'économie

Note de lecture par :
Laurent Braquet
Académie de Rouen
Mars 2020



Mots clés : Confiance ; politique monétaire ; crise

Dans cet ouvrage, François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, exprime toute la fierté qu'il a à diriger cette grande institution. Il y analyse la situation de la France et celle de l'Europe à l'heure de la crise liée aux conséquences de la pandémie de la COVID-19, et s'interroge sur notre défiance qui n'est certes pas une caractéristique purement française, mais installe notre pays dans un climat peu propice à la reprise. Défiance contre les élites, défiance contre les institutions, défiance dans les relations internationales, défiance contre l'expertise : dans ces pages, François Villeroy de Galhau affirme son inquiétude mais ne se résigne pas à cette situation car il rappelle que la confiance et les ressorts psychologiques sont fondamentaux pour reconstruire l'économie après la pandémie (« *il n'y a pas de croissance sans confiance* »).

Il retient d'ailleurs six piliers de la confiance dans l'ordre économique et financier :

- La confiance dans la reprise de l'activité après la crise du coronavirus, vers une économie plus durable et inclusive ;
- La confiance dans la monnaie et les décisions de politique monétaire ;
- La confiance dans la solidité du système financier dans un contexte de numérisation accélérée des transactions ;
- La confiance dans la construction européenne et la gouvernance (incomplète) de la zone euro ;
- La confiance en la France et ses capacités de rebond ;
- La confiance dans notre modèle européen d'économie sociale de marché ;

L'objectif est clair : « *nous avons une chance, collectivement, de reconstruire une économie qui soit non seulement plus compétitive mais « meilleure » : plus écologique -avec davantage de qualité de vie-, plus numérique -avec davantage de libertés notamment dans le travail-, plus qualifiée -avec davantage de compétences* ».

Lire le cours de Première en spécialité SES sur le thème de la monnaie et de la politique monétaire :

<https://www.melchior.fr/cours/question-1-connaître-les-fonctions-et-les-formes-de-la-monnaie>

Le choc de la pandémie sur la confiance

Au début de son ouvrage, François Villeroy de Galhau analyse le coût de la crise de la COVID-19, un choc terrible pour l'économie française : sur l'ensemble de l'année 2020, la récession a ainsi été de -9%, sans précédent depuis 1945. Pour comparaison, ce recul avait été de 2,8% en 2009, suite à la crise financière, et durant la crise de 1929, le PIB avait baissé de 15% en cumulé sur trois ans (entre 1929 et 1932). La situation actuelle présente des similitudes et des différences avec les situations de guerre : si le choc est moins grave et moins long, s'il n'y a heureusement pas de destruction matérielle de capital productif, dans les deux cas néanmoins, la chute de la consommation et de l'investissement privé est brutale et massive, tandis que l'épargne augmente fortement. Le déficit budgétaire et la dette publique progressent rapidement (avec un soutien budgétaire à hauteur de 4,5% du PIB c'est-à-dire supérieur au stimulus allemand), tandis que la politique monétaire vise à assurer la stabilité financière et le financement de l'économie.

François Villeroy de Galhau aborde d'ailleurs la question sensible de la dette liée à la crise de la COVID-19 : « *une dette doit être remboursée un jour* » rappelle-t-il. Il estime aussi que « *l'annulation de la dette signifierait le financement monétaire des déficits, dont l'interdiction est un pilier fondateur de l'accord de création de l'euro* », et dès lors, « *vouloir annuler les dettes, c'est donc être prêts à quitter l'euro* ».

Mais il se prononce pour une stratégie budgétaire en deux temps pour sortir de la crise :

- En 2021 et 2022, il faut éviter une politique d'austérité prématurée, mais il faut limiter les dépenses « *hors-COVID* », et concevoir les dépenses publiques face au COVID comme réversibles et temporaires pour éviter une dégradation trop forte des comptes publics ;
- À partir de 2023, il faudra gérer le désendettement public dans la durée ; s'il est possible de distinguer une dette COVID (environ 20% du PIB) que l'on peut cantonner et ne commencer à rembourser qu'après 10 ans, il faudra bien accepter de réduire la dette publique « *ordinaire* » (qui pèse 100% du PIB). Il faut d'ailleurs noter qu'avant la pandémie, depuis 2008, la dette publique française a progressé plus vite que la moyenne de la zone euro, tandis que la dette allemande, elle, a diminué.

Lire les décryptages de Patrick Artus : « la crise du COVID en 16 épisodes »

<https://www.melchior.fr/synthese/decryptage-la-crise-du-covid-19-en-16-episodes-par-patrick-artus>

La confiance dans la monnaie et la politique monétaire

François Villeroy de Galhau rappelle que l'euro est un actif populaire, soutenu par près de 75% des français dans les enquêtes d'opinion. Mais la confiance dans la politique monétaire, dont les mécanismes restent peu accessibles pour le grand public, peut être renforcée. C'est la raison pour laquelle il souligne toute l'importance pour un gouverneur de banque centrale de faire la pédagogie de l'économie, y compris dans les médias (« *c'est une simple et forte de communication, dans le sens le plus actif du terme : la pédagogie certes, pour que la politique monétaire sorte de son obscurité et de sa confidentialité pour happy few* »). L'auteur rappelle comment fonctionne l'Euro-système et souligne les deux piliers de la confiance dans la Banque centrale européenne, soit le mandat de stabilité des prix (« *maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2% à moyen terme* »), et celui de l'indépendance statutaire (son action n'est pas soumise aux gouvernements nationaux ni aux interprétations juridiques nationales afin de préserver sa crédibilité).

François Villeroy de Galhau rappelle que depuis la crise financière de 2008, la BCE a fait plus que son devoir de soutien à l'économie, en installant un environnement de taux bas, propice à la croissance et à l'emploi, « *mais elle n'est pas -moins que jamais- omnipotente, et ne peut faire de miracles* » (*monetary policy should not be the only game in town*, nous ne voulons pas être le seul acteur sur scène).

La BCE n'a pas de prise sur les réformes structurelles et les stratégies budgétaires que les gouvernements doivent mener pour redresser la croissance potentielle : « *pour combler le déficit d'investissement -privé et public- dont souffre la zone euro au regard de son épargne abondante, des politiques structurelles de croissance doivent promouvoir l'innovation et la productivité* ».

S'il n'y a pas de remède miracle selon l'auteur, l'Euro-système maintiendra aussi longtemps que nécessaire des taux d'intérêt très favorables et des liquidités très abondantes, et il reste prêt à être aussi innovant que requis sur ses instruments, notamment en termes de politique monétaire non conventionnelle (*quantitative easing*).

François Villeroy de Galhau défend la finance comme un formidable outil de progrès économique, mais en insistant sur l'importance de la régulation, car il considère qu'une finance sans règles peut être ruine de l'économie (« *un Rabelais du XXIème siècle dirait sans doute que finance sans conscience n'est que ruine de l'âme* »).

Mais le défi de la solidité financière demeure, surtout dans un contexte de révolution numérique : les mutations technologiques entraînent une concurrence plus vive dans le secteur financier, et Internet et les smartphones ont réduit les coûts de distribution, tandis que le *big data*, lui, a réduit les coûts de production.

L'arrivée des Bigtechs, les grandes plateformes américaines voire chinoises (Google, Alipay...) est un séisme car elles ont la force de frapper pour redéfinir profondément l'intermédiation financière. Face à cette rupture, l'enjeu sera de ne pas brider l'innovation mais continuer à garantir la protection et la sécurité des consommateurs. Un autre défi est aussi celui des cryptomonnaies très spéculatives et volatiles (comme le bitcoin) et celui des monnaies privées comme celle lancée par le réseau Facebook. Si ces *stablecoins* auraient leurs avantages, comme faciliter les paiements transfrontaliers, ils présentent des risques de conformité financiers et politiques (blanchiment d'argent, financement du terrorisme...) qui ne peuvent laisser les autorités et les banques centrales indifférentes.

C'est la raison pour laquelle François Villeroy de Galhau explique que les autorités monétaires accélèrent actuellement leurs réflexions sur le lancement d'une monnaie numérique de Banque Centrale (MNBC) un *e-euro*, permettant à chacun de détenir une certaine quantité de monnaie numérique directement inscrite au bilan de la Banque centrale. Mais là aussi, la question clé est celle de la confiance des utilisateurs dans la monnaie et la valeur qu'elle véhicule, ainsi que dans la capacité des institutions financières à financer solidement et durablement l'économie.

Faire l'exercice sur les cryptomonnaies :

<https://www.melchior.fr/exercice/document-5-une-bulle-sur-les-cryptomonnaies-le-cas-du-bitcoin>

Le défi européen

Dans cet ouvrage, le gouverneur de la Banque de France se dit fervent européen : mais il plaide pour une Europe de la volonté politique, non une Europe *soft* simplement basée sur le droit. Il s'agit d'affirmer clairement une souveraineté européenne : selon lui, « *l'Europe doit pouvoir créer un espace de sécurité économique intérieure, sauf à subir paradoxalement plus que le reste du monde toutes ces turbulences qu'elle n'a pourtant en rien causées* ». Il estime par ailleurs que « *ce dont nous avons besoin, c'est d'une Europe qui parle moins et qui agit plus, qui se perd moins dans les détails et choisit ses priorités concrètes, qui fait peu mais bien jusqu'au bout* ».

Pour François Villeroy de Galhau, la puissance économique européenne repose sur un trépied économique sans équivalent au monde :

- Le marché unique : il faut en effet conserver une politique commerciale unique pour peser dans les négociations internationales ;
- La monnaie unique : il faut préserver ce socle de stabilité qui fait notre patrimoine collectif et développer le rôle international de l'euro ;
- Un modèle social partagé : il faut non seulement lutter contre les inégalités *ex post* pour « *réparer* » et préserver les européens de la pauvreté et du chômage, mais il faut également corriger les injustices *ex ante* au nom de l'égalité des chances.

L'enjeu est énorme : celui de donner un avenir à la jeunesse, profondément impactée par la crise de la COVID-19 (« *la jeunesse d'Europe, notre jeunesse, est en première ligne de ces exigences de renouvellement* »).

Sur le plan institutionnel, l'Europe doit consolider sa souveraineté interne autour de plusieurs axes :

- Une meilleure coordination des politiques économiques ;
- La nomination d'un ministre européen des Finances ;
- Un véritable budget commun de la zone euro ;
- Une union de financement pour l'investissement et l'innovation (vers la transition numérique et écologique) ;

François Villeroy de Galhau insiste sur l'enjeu macroéconomique central : canaliser l'épargne privée vers l'investissement afin de soutenir une croissance forte et durable.

Lire la synthèse de Jean-Paul Betbèze : « Avec le COVID, une Europe plus vite fédérale ? »

<https://www.melchior.fr/synthese/jean-paul-betbeze-avec-le-covid-19-une-europe-plus-vite-federale>

Réformer la France pour réinventer notre modèle

Pour le gouverneur de la Banque de France, il ne faut en aucun cas se résigner : la France possède des atouts considérables pour l'avenir, en termes économiques, en termes démographiques, en termes d'innovation et de capital humain, mais aussi en termes de patrimoine naturel et culturel. Elle mérite haut la main sa place de deuxième économie la plus forte de la zone euro et sa première place de pays le plus attractif pour les investisseurs étrangers.

Mais c'est bien le manque de confiance qui doit être surmonté : « *un surcroît de confiance serait le meilleur des plans de relance* ». Et pourtant, « *les réformes sont cependant le chemin, le seul chemin, pour rendre compatible notre modèle social européen -auquel nous tenons légitimement- et la croissance économique- indispensable pour faire reculer le chômage et financer notre avenir* ».

Pour soutenir la croissance économique et redresser l'économie française, les réformes devront porter sur plusieurs axes :

- Soutenir les compétences pour qualifier la main-d'œuvre dans une économie de « *destruction créatrice* » en mutation technologique rapide ;
- Réduire notre déficit de compétitivité à la fois en termes de coût mais également de positionnement en termes de gamme de produits vendus et de compétences ;
- Réduire le dualisme de notre marché du travail entre les « *insiders* » et les « *outsiders* » ;
- Réduire les inégalités de formation initiale et continue et donc revoir en profondeur le système éducatif et son fonctionnement (« *l'éducation comme fondement* ») ;
- Réduire les rentes des producteurs sur les marchés de consommateurs pour stimuler le pouvoir d'achat et réduire les inégalités ;
- Si la décroissance n'est pas la solution, une croissance plus verte est indispensable et les banques centrales ont un rôle à y jouer, par exemple en intégrant l'enjeu du changement climatique dans le tableau de bord de la politique monétaire ;

L'auteur

François Villeroy de Galhau est gouverneur de la Banque de France.

Quatrième de couverture

« Dans cette période d'incertitudes lourdes, jamais notre besoin de confiance n'a été aussi fort. Mon objectif avec ce livre est de dire pourquoi nous devons et comment nous pourrions retrouver confiance en l'économie.



L'économie doit être au service des hommes et contribuer à notre bien-être, à nos projets, à la justice sociale et à l'exigence environnementale.

Oui, on peut encore agir et avancer dans la France et l'Europe d'aujourd'hui. Notre pays a plus d'atouts qu'il ne le croit. » F. V. G.