



**Audition devant la Commission des finances, de l'économie générale et du
contrôle budgétaire**

Assemblée nationale, 27 septembre 2022

Propos liminaire de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

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

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

Je suis très heureux d'être devant vous, au sein de cette nouvelle Commission des finances. Je tiens à vous présenter, au nom de la Banque de France, toutes mes félicitations et mes souhaits pour les responsabilités qui sont les vôtres. Il relève du devoir de la banque centrale de rendre démocratiquement des comptes sur son activité, ce qui est la contrepartie naturelle de son indépendance. Je me tiendrai évidemment à votre disposition, comme toute la Banque de France, tout au long de cette XVI^e législature. Je commencerai aujourd'hui par évoquer les perspectives économiques françaises dans les grandes incertitudes de notre environnement (I), avant d'aborder le défi de l'inflation et les mesures de politique monétaire (II). J'insisterai enfin sur la nécessité de muscler nos capacités productives pour réduire l'inflation et accroître notre potentiel de croissance dans la durée (III).

I. L'activité serait marquée par un cycle en trois « R » : Résilience-Ralentissement-Reprise

Sur la période récente, l'économie française tout comme les économies européennes a subi trois chocs successifs : bien sûr la crise Covid en 2020, la vigueur de la reprise ensuite qui en 2021 a engendré des goulets d'étranglement mondiaux, puis cette année la guerre russe en Ukraine.

C'est dans ce contexte hautement incertain que nous avons conduit nos projections macroéconomiques de septembre ; celles-ci sont réalisées en toute indépendance, dans le cadre d'un exercice Eurosysteme. Nous le faisons avec humilité, sans prétendre naturellement à des certitudes à la décimale près – nous présentons d'ailleurs des fourchettes sur 2023. Mais notre conviction de fond sur le cycle de l'économie française peut se résumer en trois temps autour de trois « R » :

- **Résilience** d'abord en 2022, car l'économie française résiste mieux que prévu aux chocs récents : nous avons même révisé légèrement à la hausse nos prévisions pour cette année, qui s'élèvent désormais à +2,6% (contre +2,3% en

juin). Le diagnostic d'ensemble est que la demande et les commandes ont plutôt bien « tenu » (consommation, investissement), mais que les entreprises affrontent de sérieux problèmes d'offre, approvisionnements, énergie, et difficultés de recrutement;

- **Ralentissement** de ce fait à partir de l'hiver. Étant donné l'ampleur des incertitudes entourant les approvisionnements en gaz et leur prix, nous avons décidé de présenter une fourchette de prévision pour 2023 entre +0,8% et -0,5% – sans exclure donc une récession, mais en soulignant que **si** celle-ci devait avoir lieu, elle serait limitée et temporaire. À l'intérieur de cette fourchette, notre scénario de référence est une croissance du PIB de +0,5%. Nous ne prévoyons donc pas de scénario catastrophe comparable à celui du Covid en 2020 à -7,9%;

- **Reprise** économique à l'horizon 2024. Dans un contexte de détente graduelle des tensions sur les marchés de l'énergie, l'économie française renouerait avec une croissance plus soutenue.

Malgré les incertitudes – et je mesure comme vous les inquiétudes et les difficultés de nos concitoyens –, je voudrais porter aujourd'hui un message de lucidité, mais aussi de confiance : l'économie française a les moyens, si nous nous mobilisons collectivement, de faire face à ce choc extérieur et ce surcoût énergétique. À travers nos trois années de prévision, l'économie française montrerait une relative résilience de l'emploi, du pouvoir d'achat des ménages en moyenne et du taux de marge des entreprises : chacune de ces trois variables pourrait être meilleure en 2024 que dans la situation pré-Covid. En revanche, le ratio d'endettement public, déjà fortement dégradé à la suite du choc Covid, serait au mieux stabilisé à l'horizon 2024, du fait notamment du coût des mesures de soutien comme le bouclier tarifaire. Et nous devons bien sûr gagner le combat contre l'inflation.

II. Face à l'inflation, la normalisation de la politique monétaire

La hausse de l'inflation s'est amplifiée ces derniers mois, atteignant en août +6,6% selon l'indice harmonisé européen des prix à la consommation (+5,9%

en indice national). Ce niveau trop élevé reste néanmoins, grâce notamment au bouclier tarifaire, le plus bas de la zone euro, dont la moyenne d'inflation s'établit à 9,1%. Cette inflation est largement importée, et en bonne partie – environ la moitié – imputable aux prix de l'énergie et de l'alimentation. La récente envolée des prix du gaz sur les marchés internationaux nous amène à prévoir un pic d'inflation d'ici début 2023, et là aussi nous retenons une fourchette d'inflation pour 2023, entre 4,2% et 6,9%, avec notre « scénario de référence » à 4,7%. Même si la guerre devrait malheureusement perdurer, les prix de l'énergie finiront par se stabiliser voire baisser sur les deux prochaines années : nous l'avons déjà vu sur le pétrole ces derniers mois.

Cependant, l'inflation devient également plus « interne » et plus « large », les autres composantes de l'inflation s'affichant toutes en progression : l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'élève à +4,1% en France et +4,3% en zone euro, et la hausse des prix se généralise aux biens et services – qui représentent l'autre moitié de l'inflation totale. C'est cette inflation plus « domestique » dont les banques centrales ont la responsabilité, et qu'elles ne doivent pas laisser dérapier et persister. C'est le sens de l'action que nous menons avec la BCE et la Banque de France : nous sommes fermement engagés, je tiens à le dire devant vous, à ramener l'inflation vers 2% dans les deux-trois ans qui viennent, en France comme en Europe.

C'est pourquoi nous avançons de façon déterminée mais ordonnée sur le chemin de la **normalisation monétaire**. Nous sortons d'une période où les taux d'intérêt étaient exceptionnellement bas, parce qu'il n'y avait pas assez d'inflation. Aujourd'hui, pour lutter contre le retour de l'inflation, nous revenons vers des taux d'intérêt plus « normaux ». Les économistes soulignent d'ailleurs l'importance des taux « réels », déduction faite de l'inflation anticipée sur la durée des prêts : à ce stade, ces taux restent significativement négatifs. Cette normalisation monétaire ne se « paye » pas au prix d'une récession – celle-ci, je l'ai dit, n'est pas à ce jour le scénario le plus probable, et serait en tout état de cause limitée et temporaire –, ni d'un chômage remontant trop rapidement –

la situation de l'emploi reste favorable. Mais plus nous réagirions tard face à cette maladie qu'est une inflation trop élevée, plus le remède serait lourd.

Il y a depuis quelques jours une volatilité plus forte sur les marchés : en particulier les changes – avec l'appréciation du dollar comme valeur refuge – et les taux d'intérêt – avec la très forte hausse des taux britanniques après l'annonce vendredi de déficits budgétaires massifs. Il est vital de ne pas ajouter l'incertitude à l'incertitude, et de garder nos caps : le cap d'une politique monétaire européenne de stabilité des prix; le cap d'une politique budgétaire française ancrée sur une norme de dépenses réellement tenue, et permettant le désendettement dans la durée. Et d'agir dans une forte coordination européenne et internationale: le cavalier seul est contre-productif.

III. Pour réduire l'inflation et accroître la croissance dans la durée, muscler nos capacités productives

Malgré les urgences successives, il reste essentiel de se projeter sur un horizon plus long et d'orienter en cohérence nos réponses de politiques économiques. Il ne peut s'agir d'un nouveau « quoi qu'il en coûte ». Les politiques de soutien à la demande, largement justifiées dans le contexte du choc Covid, sont à la fois moins disponibles et moins adaptées à la crise actuelle : celle-ci se traduit essentiellement par des problèmes d'offre. D'où l'enjeu crucial **de muscler notre capacité productive**, afin de produire plus et mieux; ceci permettrait à la fois de réduire l'inflation et d'accroître notre potentiel de croissance. Nous pourrions alors enfin viser de concilier le plein emploi à 5 ou 10 ans, la hausse soutenable du pouvoir d'achat, tout en réduisant dans la durée notre dette publique. Plus de croissance, mais aussi une croissance de meilleure qualité, plus verte et plus juste. Je crois profondément au modèle social et environnemental européen : il montre encore plus sa pertinence face aux chocs de l'époque. Dans sa composante sociale face au Covid, dans sa composante environnementale face au choc énergétique actuel : l'Europe n'a vraiment pas à rougir de sa réponse, comparée à celle des États-Unis et *a fortiori* à celle de la Chine. Mais ce modèle sera durable à une condition, clé : que nous sachions

renforcer son efficacité économique. Et pour cela que nous réussissions trois transformations de notre offre productive : deux sont communes à toute l'Europe – la transition écologique, et la transition numérique. L'une est plus spécifique à notre pays : la transformation du travail, pour accroître sa quantité et sa qualité. Nous devons sortir de ce paradoxe français inacceptable, y compris socialement: un nombre de chômeurs encore trop élevé, alors que 57% des entreprises font état de difficultés de recrutement. Augmenter l'offre de travail et sa qualification constitue donc une priorité absolue. Nous devons donner plus de chances aux jeunes – notamment par l'apprentissage et par la formation – et à tous de trouver des emplois. Nombre des leviers possibles relèvent naturellement des choix du débat démocratique.

Ceci me conduit à conclure : les chocs externes qui affectent notre pays sont sévères ; mais pour surmonter ces chocs, la France a plus d'atouts qu'elle ne le croit. Plus que jamais, dans les lourdes incertitudes actuelles, la Banque de France se tiendra prête à écouter, aider, expliquer, et rendre des comptes. Merci de votre attention.