



Les Echos : « Si nous ne réformons pas, la France restera toujours faible et fragile face aux chocs »

Entretien du Gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, au journal Les Echos du jeudi 26 mars 2026.

La guerre en Iran est dans sa quatrième semaine. Quel impact anticipez-vous sur la croissance française ?

Face à un contexte particulièrement incertain lié au conflit au Moyen-Orient, il faut garder la tête froide et envisager divers scénarios. Dans le scénario de base, reposant sur une montée des prix des hydrocarbures temporaire, la croissance du PIB serait de 0,9% en 2026, révisée en légère baisse par rapport à 1% attendu en décembre.

Mais nous publions aussi deux cas plus défavorables. Plus le conflit dure, plus le pétrole flambe et plus il y aurait d'effets négatifs pour l'économie française et européenne. Dans aucun scénario cependant, nous ne prévoyons de récession pour la France.

À 0,9%, la croissance resterait molle mais résiliente. Pourquoi ?

L'économie française part d'une meilleure situation qu'attendu fin 2025 et début 2026. Il faut saluer le courage des entrepreneurs, et le travail des Français : tous ont accru leur résilience pour affronter l'incertitude. En 2027, la croissance serait de 0,8 % mais repartirait à la hausse en 2028, à 1,2%.

Craignez-vous un fort regain d'inflation ?

C'est là le changement le plus sensible à court terme. L'inflation totale (IPCH) remonterait à 1,7% en moyenne annuelle dans notre scénario de base, contre 1,3% dans nos prévisions de décembre. Cette hausse tient essentiellement aux prix des hydrocarbures : l'inflation « sous-jacente », hors énergie et alimentation, serait par contre plus faible que prévu en décembre (1,2% contre 1,6%), compte tenu de la modération des prix des services et des biens manufacturés.

Les autres scénarios verraient une poussée plus forte en 2026. Mais dans tous les cas et pour toutes les années 2026 à 2028, l'inflation en France resterait sensiblement inférieure à la moyenne de la zone euro : c'est un avantage pour le pouvoir d'achat et la compétitivité.

Ne craignez-vous pas un effet de contagion aux autres prix, comme on l'a vu avec le début de la guerre en Ukraine ?

Il y a des différences nettes avec 2022. Quand est arrivé le choc de l'invasion russe en Ukraine, il y avait déjà des tendances inflationnistes préexistantes. On l'a un peu oublié mais en février 2022, l'inflation en France était supérieure à 4%. En février 2026, elle est de 1,1%.

À l'époque, la France et l'Europe étaient dans une reprise post-crise Covid, avec des goulets d'étranglement sur toute une série de secteurs et des tensions sur d'autres matières premières, y compris agricoles, dont l'Ukraine et la Russie sont gros producteurs. Cela étant dit, nous devons rester extrêmement vigilants sur les effets « de second tour ».

La BCE a eu un discours très ferme sur l'inflation lors de sa dernière réunion. Faut-il en déduire qu'une hausse des taux est imminente ?

Il y a eu une surinterprétation de certaines déclarations sur un calendrier supposé de hausse des taux. Ce débat me paraît prématuré : nous avons dit que nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. Sur le fond, nous affirmons être « bien positionnés » pour répondre à ce choc, avec la capacité à agir si et quand nécessaire, et non plus « dans une bonne position », plus statique.

Nous ne sommes évidemment pas en charge du prix du pétrole ; mais notre responsabilité est de maintenir les anticipations d'inflation ancrées, pour éviter un enchaînement prix-salaires. Les entreprises, comme les ménages, peuvent compter sur notre totale détermination à stabiliser l'inflation à 2% à moyen terme.

Et si nous sommes amenés à agir pour cela, cela sera favorable à la croissance. Si l'inflation s'installait, ce serait déstabilisant pour les ménages comme pour les entreprises, et pénaliserait la demande intérieure.

Le risque n'est-il pas celui d'une erreur de politique monétaire à un moment où la croissance est faible et les marchés déjà fébriles ?

Je le redis : il n'y a pas à arbitrer entre l'inflation et la croissance, comme le montre la désinflation réussie depuis 2023. Ceci dit, nous surveillons attentivement la stabilité financière, mais qu'il s'agisse de la France ou de l'Europe, nous n'avons pas à ce stade d'inquiétude particulière. Certaines fragilités, notamment sur la valorisation des actions, le crédit privé, les cryptos, sont plus fortes sur le marché américain.

Il faut aussi être attentif à la tendance à la dérégulation bancaire outre-Atlantique. Nous devons, côté européen, simplifier et adapter les exigences liées aux activités de marché qui s'imposent aux banques, dans le cadre de la législation dite FRTB [Revue fondamentale du trading book, NDLR].

Mais renoncer à Bâle 3, et à une supervision bancaire forte, ce serait prendre le risque d'une prochaine crise financière.

Plusieurs pays européens ont pris des mesures pour limiter la hausse des prix de l'essence. La France doit-elle en faire autant ?

Ce n'est pas à la Banque de France d'en décider ; mais les produits pétroliers - dont l'essence - pèsent pour seulement 4% dans le panier de consommation moyen des Français, et l'énergie totale pour 9% en comprenant l'électricité. Le sujet est pour autant sensible car il s'agit d'achats du quotidien, et qui touchent très différemment les Français selon leur usage de la voiture.

Si des mesures devaient être prises, elles devraient rester très ciblées et temporaires. Les entreprises quant à elles sont très inégalement exposées à l'augmentation des coûts de l'énergie et beaucoup consomment plutôt de l'électricité : là, notre pays a heureusement retrouvé en 2026 sa production d'électricité nucléaire, qui était très ralentie en 2022.

La France a-t-elle des marges de manœuvre pour agir ?

Nous n'avons plus les moyens de prendre des mesures générales comme il y a quatre ans (bouclier tarifaire, etc.), coûteuses et qui encouragent en fait la demande en énergies fossiles : il ne faut pas remettre du bois dans le feu et nourrir la montée des prix... Nous avons bien moins de marges de manœuvre qu'avant le Covid ou même en 2022 : la France a le déficit le plus élevé de la zone euro.

J'ajoute que les marchés obligataires sont aujourd'hui très attentifs aux risques budgétaires : depuis début mars, notre spread avec l'Allemagne s'est réécarté de 0,15%, et l'Italie comme la Grande-Bretagne ont été plus encore pénalisées.

Si la croissance baisse, la France peut-elle accepter un déficit plus important que prévu ?

Notre scénario de croissance à 0,9% reste compatible avec l'objectif de réduction du déficit à 5% du PIB cette année. La France s'y est engagée et elle doit vraiment garder le cap d'un déficit ramené sous les 3% du PIB en 2029.

De façon générale, le grand risque de ces chocs répétitifs (Covid, Ukraine, guerre commerciale américaine, Iran), c'est de sauter d'urgence en urgence, et de perdre les caps de moyen terme : la maîtrise de la dette, la transition énergétique - qui est la seule façon de sortir de notre dépendance pétrolière -, et la « musculation » de la croissance européenne autour de l'agenda Draghi. Si nous ne réformons pas, la France restera toujours faible et fragile face aux chocs.

L'État devrait-il sans tarder geler certaines dépenses pour éviter un dérapage des comptes ?

C'est à Bercy de voir, comme en 2025. Mais l'idée que relâcher l'effort budgétaire soutiendrait la croissance est fausse : cela augmenterait l'incertitude, avec des entreprises qui investiraient moins et des ménages qui épargneraient plus.