



**Audition de François Villeroy de Galhau,  
Gouverneur de la Banque de France,  
devant la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle  
budgétaire de l'Assemblée nationale  
Paris, 03 juillet 2019**

*Contact presse : Mark Deen ([mark.deen@banque-france.fr](mailto:mark.deen@banque-france.fr)).*

Monsieur le Président, Monsieur le Rapporteur général,

Mesdames et Messieurs les Députés,

Je vous remercie de me recevoir cet après-midi. Nos rencontres sont essentielles : elles me permettent de rendre compte à la représentation nationale. Olivier Garnier, notre chef économiste, participe d'ailleurs régulièrement à vos réunions « Au cœur de l'économie ».

En introduction, je me réjouis de l'accord franco-allemand et européen intervenu à Bruxelles hier. Permettez-moi de féliciter en particulier Christine Lagarde: elle devrait être, après Jean-Claude Trichet et Mario Draghi, une grande présidente de la BCE. Et elle pourra compter sur tout mon soutien au sein du Conseil des gouverneurs pour garantir notre bien commun, l'euro.

Avant de répondre à vos questions, je vais dans un premier temps évoquer deux équilibres : l'un **économique**, entre un environnement international fragile et une croissance française relativement résiliente ; l'autre **monétaire et financier**, entre une politique monétaire qui doit rester active et une stabilité financière à préserver.

\*

## **I. La croissance française fait encore preuve de résilience face à un environnement international défavorable**

La croissance du PIB en volume devrait cette année sensiblement ralentir dans la **zone euro** à 1,2 %, après 1,8 % l'an dernier : le premier responsable en est la montée des tensions protectionnistes. En plus d'être inefficaces pour réduire le déficit commercial américain – qui a été amplifié par la relance budgétaire et fiscale à l'œuvre depuis le début de l'année 2018 –, ces mesures protectionnistes nuisent à la confiance des entreprises, à leur investissement, et donc à la croissance y compris américaine. L'OCDE<sup>i</sup> estime que les mesures tarifaires déjà en vigueur (décidées entre début 2018 et mai 2019) pourraient réduire d'environ 0,4 % le PIB américain et de 0,6 % le PIB

chinois à horizon 2021. Par ailleurs, une étude<sup>ii</sup> américaine récente estime à 800 dollars par an le coût moyen pour un ménage américain des mesures tarifaires contre la Chine. L'incertitude économique, amplifiée par l'imprévisibilité politique, est aujourd'hui le premier ennemi de la croissance.

La croissance française n'est évidemment pas à l'abri de ces vents contraires : selon notre dernière prévision<sup>iii</sup>, le PIB français décèlerait par rapport à 2018 (1,7 %) à 1,3 % en 2019 puis 1,4 % en 2020 et 2021. Le premier puis le deuxième trimestre voient une modération de la croissance. Mais elle résiste mieux que la moyenne européenne ; elle devrait être cette année deux fois supérieure à celle de l'Allemagne et quatre fois supérieure à celle de l'Italie. La résilience de notre économie serait soutenue par la bonne tenue de la demande intérieure qui a compensé le ralentissement des exportations.

En 2019, le pouvoir d'achat par habitant devrait progresser de 2,1 %, **en moyenne**, – chaque Français reste bien sûr sensible à sa situation spécifique – soit la plus forte augmentation depuis 2007. Cette hausse est due pour les deux tiers à l'évolution favorable des salaires – + 2,4 % prévus pour leur augmentation nominale par tête – et de l'emploi – j'y reviendrai ; mais elle tient aussi pour un tiers aux mesures d'urgence adoptées en décembre, dans la crise des gilets jaunes. L'accélération de la consommation des ménages se matérialise cependant plus lentement (+1,1 % attendu cette année), car le taux d'épargne progresse, quant à lui, significativement. Cette adaptation progressive du niveau de consommation des ménages est un phénomène normal et temporaire. L'amélioration continue de l'indicateur de confiance des ménages conforte notre hypothèse d'accélération progressive de la consommation.

Je voudrais compléter ce point français par un souhait et une interrogation :

- (i) Le **souhait** n'est pas nouveau : que nous arrivions enfin à stabiliser les dépenses publiques en volume en France. Selon les chiffres mêmes du dernier Document d'orientation budgétaire, nous serions encore à +0,5 % de croissance cette année – et même davantage sur les

dépenses primaires hors intérêts de la dette que nous prévoyons en baisse – ; et nous resterions en niveau à 54 % de dépenses publiques par rapport au PIB, soit dix points de PIB de plus que nos voisins de la zone euro qui ont pourtant un modèle social comparable. Rien n'est ici facile ; mais cette exception française est dans la durée un vrai handicap : parce que nous ne pourrions pas à la fois faire baisser la dette nettement sous 100 % du PIB et les impôts sans stabiliser les dépenses publiques ; et parce que des transferts et services publics plus efficaces – j'y crois ! – doivent redevenir un atout pour la compétitivité française. La Banque de France nous semble ici être un exemple intéressant, puisqu'elle réduit ses coûts tout en augmentant ses services, et en maintenant sa présence dans les territoires, comme le montre notre dernier Rapport annuel.

- (ii) **L'interrogation** – positive – porte sur les créations d'emploi en France : la performance des trois dernières années (2016 – 2018) a été remarquable (+ 740 000 en net). Celle de 2019 nous surprend encore positivement : depuis décembre, nous avons révisé un peu à la baisse la prévision de croissance, mais nettement à la hausse celle sur les créations moyennes d'emplois, de + 118 000 à environ 150 000 ; l'INSEE s'attend même à beaucoup plus compte tenu de l'excellent premier trimestre. J'entends comme vous les chefs d'entreprise – à commencer par les PME – exprimer partout leurs difficultés de recrutement. Face à un chômage structurel qui reste beaucoup trop élevé, sans doute au-dessus de 8 %, je suis convaincu comme vous de l'absolue priorité à l'apprentissage et la formation professionnelle. Reste que la croissance de l'emploi surprend ; une hypothèse – à formuler avec prudence – est que le CICE, sa transformation en baisse de charges, les réformes du marché du travail, sont à l'œuvre. La continuité et la prévisibilité en la matière sont en tout cas souhaitables.

## **II. Face à ces incertitudes, nous devons maintenir une politique monétaire active, tout en veillant à la stabilité financière.**

Dans ce contexte économique, l'inflation reste basse, estimée à 1,2 % pour la zone euro et 1,4 % pour la France en juin, plus faible encore si on regarde les prix hors pétrole et produits alimentaires, à 1,1 %. Notre politique monétaire va donc rester accommodante, en soutien à l'économie : il ne doit y avoir aucun doute ni sur notre détermination à agir, ni sur nos moyens pour agir.

Sur notre **détermination**, la question revient parfois: on voit bien le problème d'une inflation trop élevée, mais quel est celui de n'être qu'à 1% d'inflation ? Est-ce si important d'atteindre l'objectif proche de 2 % à moyen terme ? Oui, pour trois raisons au moins: d'abord, une inflation trop faible ne nous donnerait pas une marge de sécurité et d'action suffisante face au piège léthal de la déflation – ou sa variante douce de la "japonisation" – ; ensuite, une inflation légèrement positive facilite les ajustements de prix et de salaires relatifs nécessaires, a fortiori entre les différents pays dans le cas de la zone euro, car il n'est pas question de baisser les salaires nominaux; enfin, chacune des autres grandes économies – à commencer par les États-Unis –, se tient fermement à cette cible d'inflation de 2 %. Cette convergence d'objectif contribue à un relatif alignement et prévisibilité des taux de change. Pour autant, nous devons scruter techniquement les indications des diverses mesures de prix constatés et d'anticipation d'inflation, pas toujours cohérentes.

Sur les **moyens**, nous ne sommes en rien « à court de munitions » sur ce que j'ai souvent appelé notre « quatuor » d'instruments possibles, **si** nécessaire : le niveau des taux courts, avec au besoin des mesures d'atténuation de leurs effets négatifs pour les banques, comme dans les autres pays ; notre « forward guidance » sur la trajectoire future des taux d'intérêt ; le volume de titres détenus au titre du « QE »– aujourd'hui très significatifs à près de 2600 Mds d'€ – ; et les mesures de liquidité favorables pour les banques et l'économie – dont le « TLTRO 3 ».

Il n'y a pas de doute que les mesures déjà prises soutiennent l'inflation et la croissance – les estimations convergent autour de +0,4 % pour l'une et l'autre par an depuis 2016 –, et par là l'emploi. Je voudrais d'autant plus souligner deux précautions:

- (i) La politique monétaire est efficace mais elle ne peut pas tout. Attention à la tentation du remède-miracle, ou de la baguette magique: la politique monétaire ne lève pas l'incertitude créée par le protectionnisme: elle ne remplace pas les réformes de long terme indispensables, ni des politiques budgétaires adaptées.
- (ii) Plus longtemps nous devons maintenir une politique monétaire accommodante, plus attentivement nous devons veiller à ses possibles « effets dérivés » sur la stabilité financière, et la solidité des acteurs.

L'environnement de taux d'intérêt très bas constitue bien sûr une opportunité pour la distribution de crédits aux entreprises et aux ménages, et a contribué à amortir la crise et soutenir la reprise. L'évolution des crédits en France est deux fois plus rapide que la moyenne de la zone euro : + 6,3 % pour les crédits aux particuliers, + 6,8 % pour ceux aux entreprises. Il y a là des éléments positifs : le secteur bancaire français fait son travail ; le renforcement du capital des banques avec Bâle 3 n'a en rien entamé la capacité de crédit, contrairement à certaines craintes annoncées. J'invite au passage à la prudence sur les premiers chiffres d'augmentation de capital publiés hier par l'ABE.

Mais il y a là aussi matière à vigilance. L'endettement du secteur privé atteint en France 132 % du PIB fin 2018 contre 119 % en moyenne dans la zone euro. Ce taux augmente en France, alors qu'il a reculé en zone euro – il était de 125 % à fin 2014 –. Dans ces circonstances, l'augmentation du coussin de capital bancaire contracyclique (CCyB) en France était nécessaire ; nous devons aussi être attentifs à la forte croissance du crédit immobilier, et à l'endettement alourdi des ménages. En anticipant l'accroissement des risques, voire le retournement du cycle, cette politique macroprudentielle doit permettre

de maintenir une politique monétaire accommodante aussi longtemps que nécessaire.

\*

Je serai maintenant heureux de répondre à vos questions.

---

## Références

<sup>i</sup> OECD Economic Outlook, May 2019.

<sup>ii</sup> Amiti, Redding, Weinstein, The impact of the 2018 trade war on US prices and welfare, March 2019.

<sup>iii</sup> <https://www.banque-france.fr/economie/projections-macroeconomiques-france>.