



**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, 18 juillet 2018**

*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. La Banque de France est une institution de la République, indépendante et au service de nos concitoyens. Mais la contrepartie de cette indépendance, c'est que nous rendions compte régulièrement, et d'abord devant vous, les représentants de la Nation. Je voudrais en introduction évoquer deux points : d'abord la conjoncture économique, qui est plus robuste qu'on ne l'a craint ; ensuite, la nécessité, aujourd'hui en France, de saisir notre chance.

\*\*

### **I. Une conjoncture plus robuste qu'on ne l'a craint**

Sur la conjoncture, nous avons aujourd'hui plus de visibilité qu'il y a quelques mois. Il ne s'agit pas selon nous d'un retournement du cycle, mais de **l'enchaînement de trois temps : accélération** en 2017 (la plus forte croissance depuis dix ans) / **trou d'air** début 2018, désormais derrière nous / **stabilisation aujourd'hui sur un nouveau palier de croissance**.

Au début de l'année 2018, l'activité a marqué le pas, en France comme en zone euro. La Banque de France a été la première à le mesurer dès le début de février à partir de son enquête mensuelle de conjoncture. En zone euro, l'activité se serait raffermie dès le deuxième trimestre 2018, comme le montre le net rebond de l'indice de la production manufacturière en mai. En particulier, en Allemagne, les données déjà disponibles sur l'activité (production, exportations, commandes) suggèrent une ré-accélération de la croissance dès le 2<sup>ème</sup> trimestre, tandis que les anticipations des entreprises reflétées dans les enquêtes se sont stabilisées. En France cependant, ce « trou d'air » ce serait un peu plus prolongé au deuxième trimestre – avec une hausse du PIB attendue à + 0,3 % selon nos prévisions –, les grèves et le calendrier des jours fériés ayant probablement pesé sur l'activité en mai. À partir du mois de juin néanmoins, l'activité a rebondi d'après nos analyses et les perspectives sont bien orientées pour le troisième trimestre.

Ceci conforte notre diagnostic de stabilisation sur un nouveau palier significatif de croissance. On constate d'ailleurs une convergence remarquable des dernières prévisions de la Banque de France et de la BCE, comme du FMI, de la Commission européenne et du consensus privé. La croissance resterait solide en 2018 (entre + 1,7 et + 1,8 % pour la France et + 2,1 à + 2,2 % en zone euro selon les différentes prévisions), et elle demeurerait au-dessus de son rythme potentiel – la croissance de moyen terme – l'an prochain (autour de + 1,7 % pour la France et de + 1,9 % en zone euro).

Il y a bien sûr des incertitudes qui montent. Outre les effets directs sur les échanges commerciaux, l'incertitude induite par les menaces protectionnistes pourrait partout peser sur la confiance des entreprises et donc leur investissement, et sur les marchés financiers avant même que les barrières tarifaires ne soient effectivement en place. Et de façon plus ciblée géographiquement, il faut suivre les tensions financières de retour dans certains pays émergents, l'interrogation sur la future politique budgétaire italienne et les évolutions en Grande-Bretagne et en Europe, et la fin en 2020 de la relance fiscale américaine qui n'est probablement qu'un stimulus temporaire. **Nous avons donc toujours la croissance, mais nous devons renforcer notre vigilance.** Dans ce contexte, le « policy-mix » doit reposer sur deux éléments essentiels :

- D'abord, la normalisation graduelle et prévisible de notre **politique monétaire**, à mesure que l'inflation se rapproche durablement de la cible de 2 %. Il convient ici de souligner que les incertitudes pesant sur les perspectives de croissance affectent relativement moins les perspectives d'inflation. Ainsi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donné le 14 juin de façon unanime une plus grande clarté sur sa stratégie. Les achats nets d'actifs devraient s'arrêter en décembre tandis que le premier relèvement des taux d'intérêt pourrait intervenir au plus tôt à partir de l'été 2019, dépendant des données sur l'inflation. Cela étant, la politique monétaire restera encore accommodante, en particulier grâce au maintien d'un stock important d'actifs au bilan de l'Eurosystème.
- Ensuite, la nécessaire consolidation de nos finances publiques. Quelle que soit la trajectoire exacte de croissance et donc de déficit, l'important est de regagner structurellement **la maîtrise des dépenses** [slide]. L'intention affichée dans le programme de stabilité d'avril 2018 (0,3 % de croissance des dépenses en volume sur 2019-2022) est la bonne, pour faire enfin baisser notre ratio de dette publique et respecter nos obligations européennes. Mais cet objectif doit être rapidement précisé dans ses moyens concrets, d'autant qu'il suppose une rupture forte par rapport au passé. La France semble en outre envisager, au-delà des baisses substantielles déjà décidées, des diminutions supplémentaires d'impôt – toujours souhaitées, mais rarement financées. La condition impérative en serait un effort encore plus conséquent : une croissance zéro des dépenses en volume.  
La **transformation publique** est naturellement difficile. Elle suppose des ciblage et arbitrages de priorité. C'est aussi une question de **méthode** dont on parle moins : des ministères et des agences de service public engagés sur des budgets et des objectifs exigeants mais prévisibles en pluriannuel ; des managers et des fonctionnaires responsabilisés avec plus de délégation et de simplifications ; et bien sûr la digitalisation

des services au public et des processus. Un service public performant et innovant peut redevenir un grand atout dans la compétitivité française. Nous le savons, mais nous devons maintenant collectivement passer aux actes, dans l'État comme dans les sphères sociales et locales. La Banque de France s'efforce d'être exemplaire avec son plan Ambitions 2020 : en deux ans, elle a déjà réduit de 9,6 % ses effectifs et de 4,1 % ses dépenses nettes d'activité, tout en maintenant tous ses services aux PME et aux ménages dans les territoires.

## II. Saisir donc notre chance, avec persévérance et dans l'équité

Depuis un an, la France en Europe a été exemplaire par l'accélération de ses **réformes**. Cette stratégie audacieuse est le fondement de notre crédibilité retrouvée en Europe, et de notre influence en zone euro, essentielle pour faire avancer enfin l'Union économique : Meseberg est ici une très bonne étape.

Mais le succès durable repose sur deux impératifs : **persévérance**, puisque chez tous nos voisins, le « temps de retour » des réformes a été d'au moins deux à trois ans ; et **équité** pour que les gains bénéficient à tous, en priorité par le retour ou l'accès à l'emploi. L'équité, c'est aussi la cohérence avec le modèle social européen que nous partageons. L'exemple de nos voisins européens nous montre que la compatibilité entre cohésion sociale et succès économique est possible, et que la mobilisation tenace produit des résultats concrets en termes de croissance et d'emploi [slide].

C'est le moment pour la France de saisir sa chance. [slide] Notre défi économique est jumeau : **abaisser le chômage structurel**, qui est trop persistant au-dessus de 8 %, et **relever la croissance potentielle**, c'est-à-dire la vitesse de croisière de notre économie, qui est estimée par les économistes à environ 1,25 % seulement. Il y a pour cela deux priorités notamment :

- les réformes en profondeur de l'**apprentissage** – qui est encore trop peu attractif –, de la **formation professionnelle** – qui est trop complexe et inégalitaire –, autour du projet de loi « avenir pro », et de l'**éducation**. C'est une nécessité absolue pour traiter le grave décalage entre demande et offre de travail : aujourd'hui, alors même que notre pays affiche un taux de chômage d'environ 9 %, les difficultés d'embauche sont le premier frein des entreprises françaises. C'est un paradoxe qui n'est pas supportable.
- le projet de loi PACTE : je me limiterai ici au chapitre II, et bien sûr aux dispositions sur « des entreprises mieux financées ». En France et en Europe, nos entreprises ne manquent pas de crédit, mais de **fonds propres**, qui sont plus adaptés aux projets

innovants. Ils ne représentent pourtant que 74 % du PIB dans la zone euro, contre 125 % aux États-Unis. L'un des obstacles apparents à des placements accrus en actions est l'attachement des Français à la sécurité. Mais il est possible de mieux concilier actions – et donc rendement plus élevé – et sécurité, en faisant le choix du long terme, plutôt que de la liquidité. C'est l'une des raisons pour lesquelles les mesures euro-croissance et épargne retraite nous paraissent bienvenues : en plus de rendre ces dispositifs plus lisibles, elles facilitent l'investissement en actions, tout en sécurisant les assurés sur le long terme, que ce soit par la généralisation de la « gestion pilotée par horizon » dans les produits d'épargne retraite ou par la garantie en euros à l'échéance pour l'euro-croissance. Permettez-moi d'ajouter un mot sur le sujet « **crypto-actifs** » – je souligne ce terme qui est bien plus approprié que celui abusif de « crypto-monnaies » – : ne confondons pas l'innovation technologique – souhaitable autour de la blockchain – et la déréglementation spéculative. Et donc n'ayons pas peur de mieux encadrer le bitcoin. Paris n'a pas besoin d'être moins-disant sur ces bulles pour devenir une grande place financière post-Brexit.