



**France Inter, le 12 mars 2022  
« On n'arrête pas l'éco »**

**Interview de François Villeroy de Galhau,  
Gouverneur de la Banque de France**

**ALEXANDRA BENSAID**

Le gouverneur de la Banque de France vient de s'asseoir dans le studio 521. Au revers de sa veste, il y a un pin's aux couleurs du drapeau ukrainien. Bonjour François VILLEROY de GALHAU.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Bonjour Alexandra BENSAID.

**ALEXANDRA BENSAID**

Nous, Occidentaux, essayons d'arrêter le tragique avec des outils économiques, alors parlons de ces sanctions et de ce qui vous concerne très directement : le gel des réserves de devises de la Banque centrale de Russie. Ça représente en euros environ 715 milliards. Une partie est donc placée dans les banques occidentales y compris à la Banque de France, les banques commerciales et la Banque de France. Est-ce que ça c'est une arme vraiment très puissante et où en est-on aujourd'hui ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Oui, c'est une arme très puissante mais je voudrais rebondir sur ce que vous disiez au début. Pour la deuxième fois, comme dans la crise Covid, il y a des valeurs plus importantes que l'économie qui s'imposent à l'économie. C'était pour sauver des vies il y a deux ans et cette fois-ci, c'est un combat juste, je crois, pour la liberté et j'espère pour la paix. L'arme des sanctions économiques, c'est l'arme de l'Europe et de l'Alliance atlantique. Elle comporte effectivement une mesure très forte qui n'était peut-être pas attendue côté russe, c'est le gel des réserves de change de la Banque centrale de Russie pour la partie qui était dans le système financier occidental. Cela a été décidé très vite dans le week-end qui a suivi l'invasion. Je peux vous dire que je ne suis pas près d'oublier mon week-end des samedi 26 et dimanche 27 février. Cela été appliqué totalement dès le lundi matin et s'est traduit en Russie par des effets très forts, c'est-à-dire une chute du rouble. Du coup la Banque centrale russe a monté ses taux d'intérêt, doublés de 10 à 20 % et une accélération de l'inflation en Russie, une certaine perte de confiance des citoyens russes dans leur monnaie. C'est probablement la sanction qui a frappé le plus fort.

**ALEXANDRA BENSAID**

On a gelé à peu près combien de toutes ces réserves ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

On ne sait pas exactement parce qu'une partie des réserves de change russe est en or, donc ce n'est pas « gelable ». En même temps, la réserve en or n'est pas très utilisable pour défendre le rouble parce que ce n'est pas très facile à mettre sur le marché. Et puis il y a une partie qui est probablement dans des banques chinoises ou ailleurs dans la devise chinoise. On peut quand même estimer qu'on a gelé plus de la moitié des réserves de change de la Russie, et surtout la partie en euro et dollar qui est la plus utile chaque jour pour défendre le rouble.

**ALEXANDRA BENSAID**

Alors je vous parlais de la Chine. Justement, est-ce qu'il est possible - on dit que Moscou pourrait trouver des parades aux sanctions occidentales. Certains ont parlé des cryptomonnaies et puis d'autres ont dit : les Russes peuvent se tourner vers la Chine.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Il faut être clair: e qui se passe à la suite de l'invasion de l'Ukraine, c'est un choc économique négatif pour tous, y compris pour la France et l'Europe, on va en parler...

**ALEXANDRA BENSAID**

On va en parler.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Mais c'est un choc d'abord pour la Russie, probablement au moins cinq fois plus fort pour la Russie que pour l'Europe. La Russie est avant tout pénalisée par les sanctions, l'Europe est pénalisée plus indirectement par la hausse des prix de l'énergie. Sur la capacité à se reporter en partie vers la Chine, elle existe, mais d'abord toute réallocation des circuits commerciaux prend du temps. On a parlé des exportations de gaz par exemple, il n'y a pas de gazoduc entre la Russie et la Chine. Et cela ne peut être que partiel. Donc l'effet est et sera très fort en Russie.

**ALEXANDRA BENSAID**

Pour la population russe. En réalité, c'est elle qui...

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Pour l'économie russe, y compris pour les oligarques dont on parlait tout à l'heure.

**ALEXANDRA BENSAID**

Evidemment ces sanctions et ce conflit ont aussi un impact sur notre économie. Alors François VILLEROY de GALHAU, il y a à peine un mois j'écoutais une de vos interviews, vous estimiez que la croissance en 2022 elle serait au moins de 3,6 % et que l'inflation après une bosse passerait sous les 2 % à la fin de l'année. On imagine que le tableau va s'assombrir. Ce qu'on aimerait savoir ce matin, c'est dans quelles proportions.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Je vais essayer d'être précis là-dessus tout en relevant qu'il y a énormément d'incertitudes. C'est vrai que nous avons un scénario assez favorable avant l'invasion de l'Ukraine: il y avait une croissance plus forte que prévu parce que les effets d'Omicron étaient beaucoup plus limités que prévu; et il y avait une bosse d'inflation, certes, que les Français ressentent, mais qui était destinée à se dissiper petit à petit. Qu'est-ce que signifie le choc que nous vivons ? C'est un choc négatif clairement. C'est plus d'inflation à cause du prix de l'énergie. C'est moins de croissance et c'est surtout beaucoup plus d'incertitudes.

Pour essayer d'abord de réduire ces incertitudes, nous avons, avec la Banque centrale européenne, publié jeudi trois scénarios assez différents, notamment sur les prix du pétrole et du gaz. Et puis nous allons publier exceptionnellement pour la France lundi matin deux scénarios - c'est rare que nous le fassions : un scénario modéré et un scénario dégradé.

**ALEXANDRA BENSAID**

Alors dites-nous quelle amplitude. J'entends qu'il y a un peu de suspense pour lundi mais...

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Je vous parle de plusieurs scénarios, on pourrait encore en imaginer d'autres. Je ne prétends pas borner le champ des possibles mais je vais partir des chiffres que nous avons publiés pour la zone euro. Sur la croissance à partir d'une tendance qui était favorable, la perte de croissance pourrait aller jusqu'à 2 points de PIB cumulés d'ici 2024 dans le scénario sévère. Pour la France, ce serait probablement un peu moins parce que notre dépendance au gaz russe comme celle aux énergies fossiles, grâce aussi au nucléaire, sont moins fortes que la moyenne.

**ALEXANDRA BENSAID**

Alors certains disent 3,6 % en 2022 ; du coup, on pourrait se dire un point de moins ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Je ne vais pas donner de chiffres sur la France mais je vous donne des ordres de grandeur à partir de la zone euro. Encore une fois, je n'épuise pas le champ des possibles mais ceci donne des repères et contribue à ramener la confiance.

**ALEXANDRA BENSAID**

Et l'inflation François VILLEROY de GALHAU ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Peut-être encore une chose sur la croissance : c'est que dans chacun des scénarios de la BCE et sur chacune des années, la croissance resterait positive. C'est important.

**ALEXANDRA BENSAID**

Pas de récession.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Dans un scénario qui serait plus extrême d'arrêt complet des livraisons de gaz russe, c'est beaucoup plus difficile à chiffrer parce qu'on ne sait pas quel serait le remplacement. Mais là, la perte serait évidemment sensiblement plus élevée.

**ALEXANDRA BENSAID**

Et là, ce serait une récession ? Coupure du gaz russe, ça serait une récession dans la zone euro en France ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

JE NE DIS PAS CELA MAIS C'EST UN SCÉNARIO PLUS EXTRÊME. SUR L'INFLATION, ELLE SERAIT NETTEMENT PLUS HAUTE EN 2022. SUR LA ZONE EURO, NOUS DÉPASSERIONS ASSEZ SENSIBLEMENT LES 5 % . JE RELÈVE LÀ AUSSI UN ÉLÉMENT PLUS FAVORABLE POUR NOUS, C'EST QUE L'INFLATION EST AUJOURD'HUI NETTEMENT INFÉRIEURE EN FRANCE À CE QU'ELLE EST DE LA ZONE EURO. IL Y A DEUX POINTS D'ÉCART. CELA TIENT NOTAMMENT AU BOUCLIER TARIFAIRE, AUX MESURES QUI ONT ÉTÉ PRISES POUR PLAFONNER LE PRIX DU GAZ ET DE L'ÉLECTRICITÉ.

**ALEXANDRA BENSAID**

Mais donc repasser sous les 2 %, oui.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

C'est une inflation qui est trop élevée, soyons clairs, et on parlera de ce que fait la Banque centrale européenne puisque notre mandat est d'assurer le retour à la stabilité des prix. Mais dans tous les scénarios, cela aussi je veux le souligner comme un élément de confiance, l'inflation reviendrait autour de 2 % en zone euro d'ici 2024. Donc les Européens et les Français peuvent avoir confiance dans la valeur de l'euro.

**ALEXANDRA BENSAID**

Est-ce nous vivons un choc pétrolier ? C'est Bruno LE MAIRE qui les compare.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Oui, je crois que c'est proche d'un choc pétrolier. Il est très fort en intensité. On n'en connaît pas encore la durée. Un des éléments très importants pour les plus anciens d'entre nous des chocs pétroliers de 1973 et 1979, c'est qu'ils avaient duré longtemps. La différence entre les différents scénarios dont je vous parlais, c'est un peu l'intensité du choc mais c'est surtout sa durée.

**ALEXANDRA BENSAID**

Et si on le compare au choc Covid ?

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Par rapport au choc Covid, du côté de la croissance le choc est beaucoup moins violent. J'ai dit jusqu'à 2 points de perte de PIB cumulés. Je vous rappelle que le choc Covid en une année, c'était moins 8 %. Donc cela ne justifie pas, soyons clairs, un "quoi qu'il en coûte" général comme il y a deux ans. Cela justifie des mesures ciblées dans un plan de résilience. Par contre sur l'inflation...

**ALEXANDRA BENSAID**

Alors voilà, c'est ce que j'allais vous dire parce que ce paysage est quand même noir et il faut dire que cette semaine, la BCE a dit : « Non, il y a la guerre mais quand même on continue, on fait ce qu'on avait dit ».

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Non. Justement, parlons de l'inflation : je crois que ce qu'a fait la BCE, cela fait partie de la confiance. Pourquoi ? La différence avec le choc Covid, c'est que ce dernier se traduisait par moins d'inflation. Ce choc-ci est moins violent sur la croissance - j'y insiste - mais il se traduit par plus d'inflation à cause de la montée des prix de l'énergie. Et donc qu'est-ce que nous avons dit à la BCE jeudi ? Il faut être précis. C'est que nous allions parmi nos diverses mesures prendre une décision et une seule : c'est de lever le pied de l'accélérateur. L'accélérateur, c'était que nous continuions à acheter plus de titres de dettes. C'est une mesure exceptionnelle qui datait de l'époque où il n'y avait pas assez d'inflation: c'est de l'accélérateur à l'inflation. Continuer aujourd'hui à appuyer sur cette pédale n'aurait pas de sens. Mais je voudrais insister sur une chose: si nous allons lever progressivement le pied de l'accélérateur, c'est justement pour éviter d'avoir ensuite à appuyer brutalement sur le frein.

**ALEXANDRA BENSAID**

C'est-à-dire ? Est-ce que les taux d'intérêt...

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Non ! Les taux d'intérêt, nous avons dit clairement que pour l'instant nous n'y touchions pas et que ce serait une décision qui ne viendrait qu'après, éventuellement, au vu des données. Il n'y a aucun automatisme entre l'arrêt de l'accélérateur et le fait de relever les taux d'intérêt. Permettez-moi d'ajouter un point très important.

**ALEXANDRA BENSAID**

Allez-y, et c'est le mot de la fin.

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**

Vous parliez tout à l'heure des chocs pétroliers des années 70. Dans les années 70, on n'a pas réagi sur l'inflation. On l'a laissé s'installer : cela a été une spirale négative dont je pense que les plus anciens se souviennent et qui était très mauvaise; l'inflation, c'est très injuste. Il a fallu alors à la fin des années 70 un coup de frein extrêmement brutal aux Etats-Unis – c'est la politique Volcker du nom du président de la Banque centrale – qui a brutalement relevé les taux d'intérêt et entraîné une récession. Si nous levons le pied de l'accélérateur aujourd'hui par une mesure limitée, c'est justement pour éviter cela.

**ALEXANDRA BENSAID**

Le gouverneur de la Banque de France qui tenait à préciser ce qu'a fait la BCE cette semaine. François VILLEROY de GALHAU, merci d'avoir accepté l'invitation d'*On n'arrête pas l'éco.*

**FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU**  
Merci.