



Lettre introductive au Rapport annuel de la Banque de France

Une mobilisation autour de trois impératifs



L'Europe et la France ont connu en 2017 leur plus forte croissance depuis 10 ans. En 2018, le monde devient plus instable, et la zone euro voit le retour d'une part d'incertitude.

Notre mobilisation ne doit en rien faiblir, autour de trois impératifs :

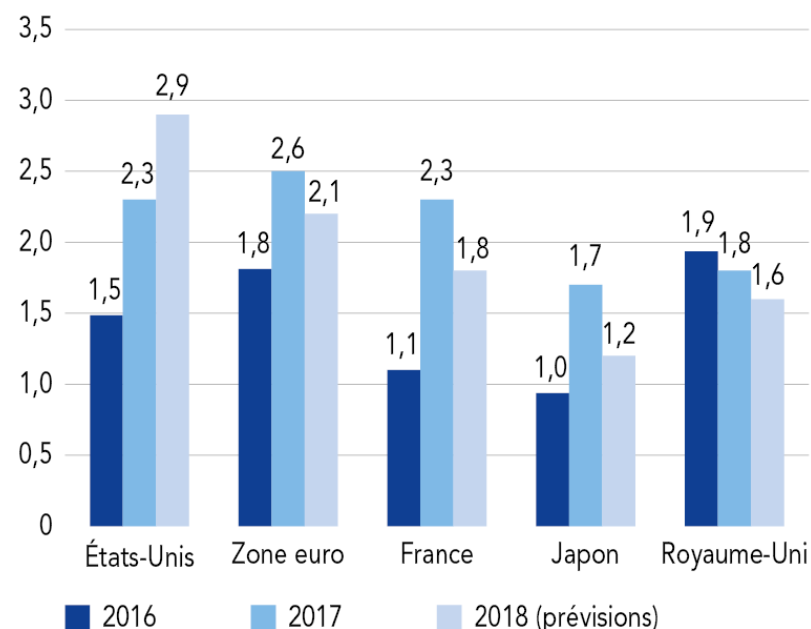
1. apprécier la croissance, dans un environnement économique plus fragile mais encore favorable ;
2. renforcer notre vigilance, pour gérer les risques mondiaux et européens ;
3. saisir la chance de la France, en traitant nos deux défis clés de l'insuffisante compétitivité – notamment publique – et du chômage structurel – via la formation.

1. Apprécier une croissance plus fragile mais globalement encore soutenue

La croissance devrait rester porteuse, même si son rythme fléchirait un peu en Europe :

- L'activité mondiale bénéficierait des retombées temporaires de la relance aux États-Unis, au prix d'un creusement des déficits budgétaires et commerciaux américains.
- La croissance en Europe et en France resterait significative en 2018 et probablement en 2019.
- La croissance potentielle, à environ 1,25 % en France, demeure trop basse – l'« output gap » négatif serait donc clos en 2019.

Taux de croissance annuel du PIB
(en %)



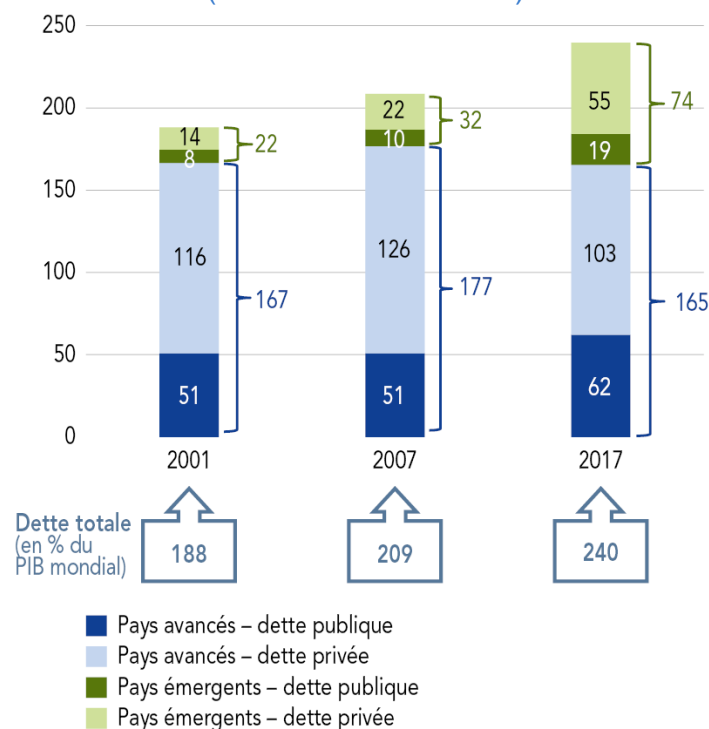
Sources : Eurostat ; Comptes nationaux ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2018 ; BCE, Projections macroéconomiques pour la zone euro, juin 2018 ; Banque de France, Projections macroéconomiques – France, juin 2018.

2. Renforcer notre vigilance, face aux risques mondiaux et européens

La persistance de deux grands risques mondiaux :

- L'incertitude induite par les tensions protectionnistes pèse sur l'investissement des entreprises et les marchés financiers.
- Malgré les progrès accomplis sur la réglementation bancaire, la menace de l'**instabilité financière** demeure, avec la progression continue de la dette mondiale, en particulier celle du secteur privé dans les pays émergents.

Évolution des dettes privées et publiques dans les pays avancés et émergents, hors secteur financier (en % du PIB mondial)



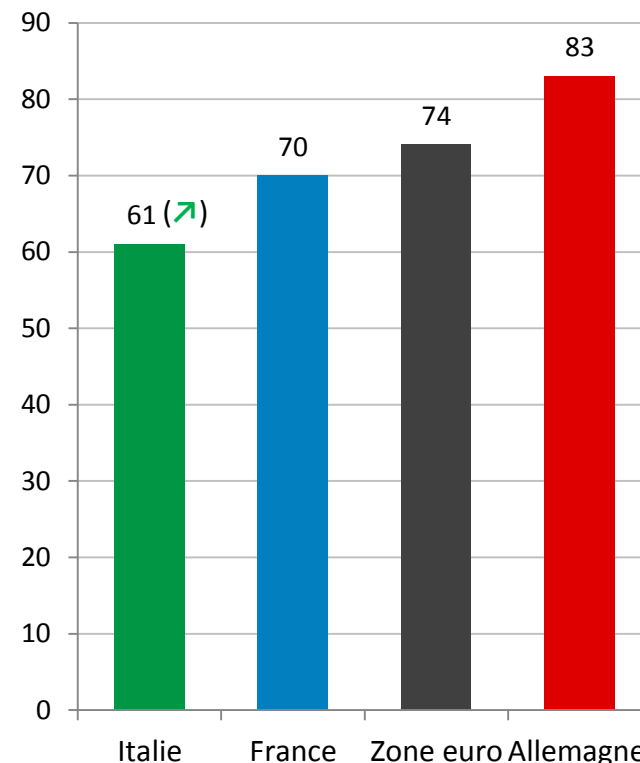
Notre : la dette privée comprend la dette des ménages et des SNF.
 Sources : BRI et FMI, calculs BdF – données en dollars et PIB courants.

2. Renforcer notre vigilance, face aux risques mondiaux et européens

En zone euro, si l'Union monétaire est un succès, la faiblesse persistante de l'Union économique est un problème :

- La situation italienne impose plus encore d'agir.
- La France et l'Allemagne se doivent de proposer à leurs partenaires un « chemin de crête » combinant responsabilité et solidarité.
- La première priorité est d'accroître le **partage du risque privé** – via une véritable Union de financement finalisant l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux.
- Pour autant, un dispositif **public** partagé est indispensable, au travers d'un Fonds monétaire européen, incluant un véritable rôle de prévention des crises, et d'un budget de la zone euro.

Soutien en faveur de l'euro
(en %)



Source : Commission européenne, Eurobaromètre Standard 89, printemps 2018.

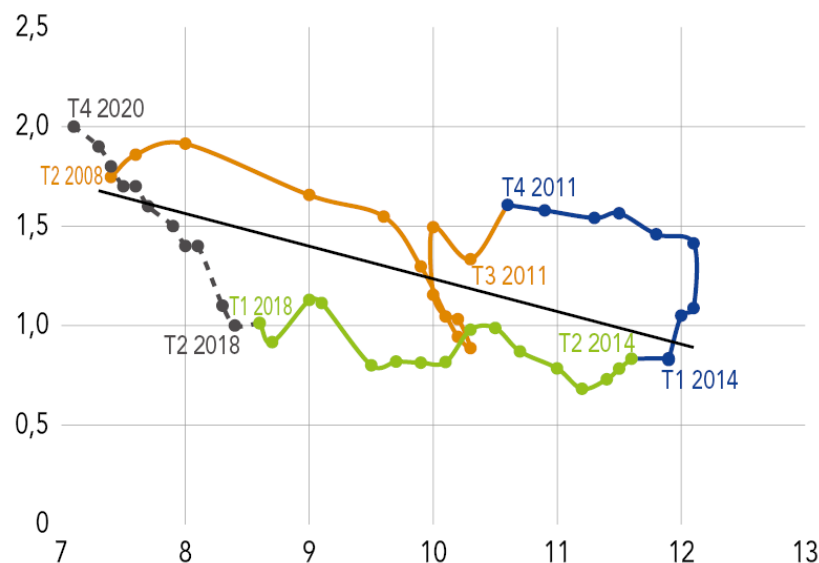
2. Renforcer notre vigilance, face aux risques mondiaux et européens

Le défi de la normalisation progressive des politiques monétaires en contexte d'inflation retardée :

- Stabilité des prix = un taux annuel d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.
- Le « retard d'inflation » est temporaire dans nos prévisions : l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) passerait de 1,1 % en 2018 à 1,9 % en 2020. L'inflation totale se stabiliserait ainsi à 1,7 % en moyenne annuelle sur 2018, 2019 et 2020.
- La courbe de Phillips (chômage/inflation) est en effet encore à l'œuvre, même si elle est plus plate que dans les années 1970 et 1980.

Courbe de Phillips pour la zone euro

(en % – en abscisses, taux de chômage ; en ordonnées, IPCH sous-jacent, en glissement annuel)

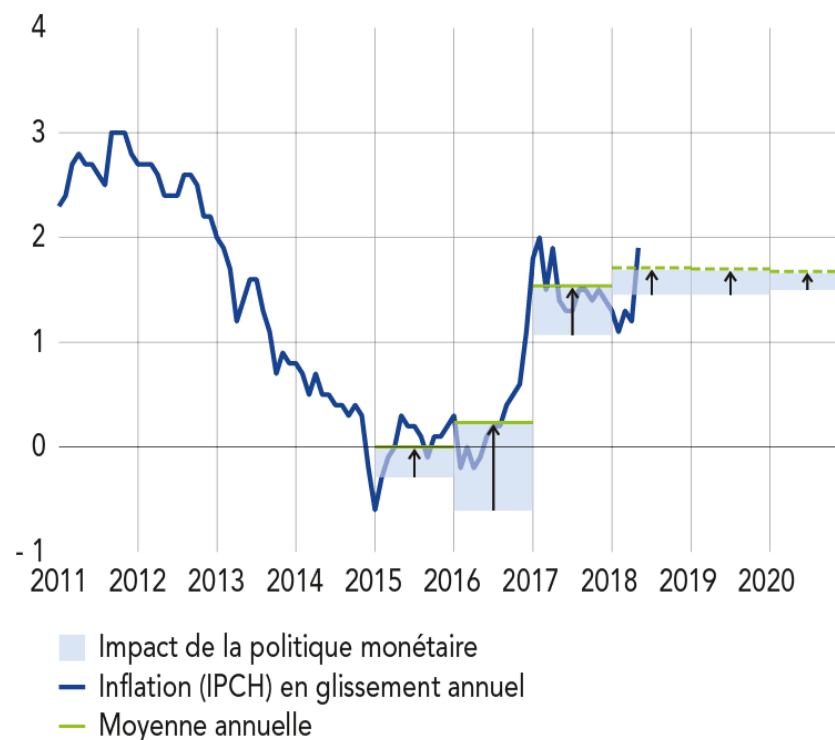


2. Renforcer notre vigilance, face aux risques mondiaux et européens

La politique monétaire a-t-elle un bilan positif ?

- Les mesures non conventionnelles devraient soutenir de + 1,9 pp la croissance et de +1,9 pp l'inflation en cumulé sur la période 2016-2020.
- Jusqu'à présent, pas de signes généralisés de bulles de prix d'actifs dans la zone euro. La dette publique et privée y recule de près de 11 pts de PIB depuis 2014.
- En **France** cependant, face à la progression de la dette privée, le HCSF a activé un coussin de capital contracyclique de 0,25 %.

Inflation en zone euro et effet estimé de la politique monétaire (en %)



Sources : BCE et Banque de France .

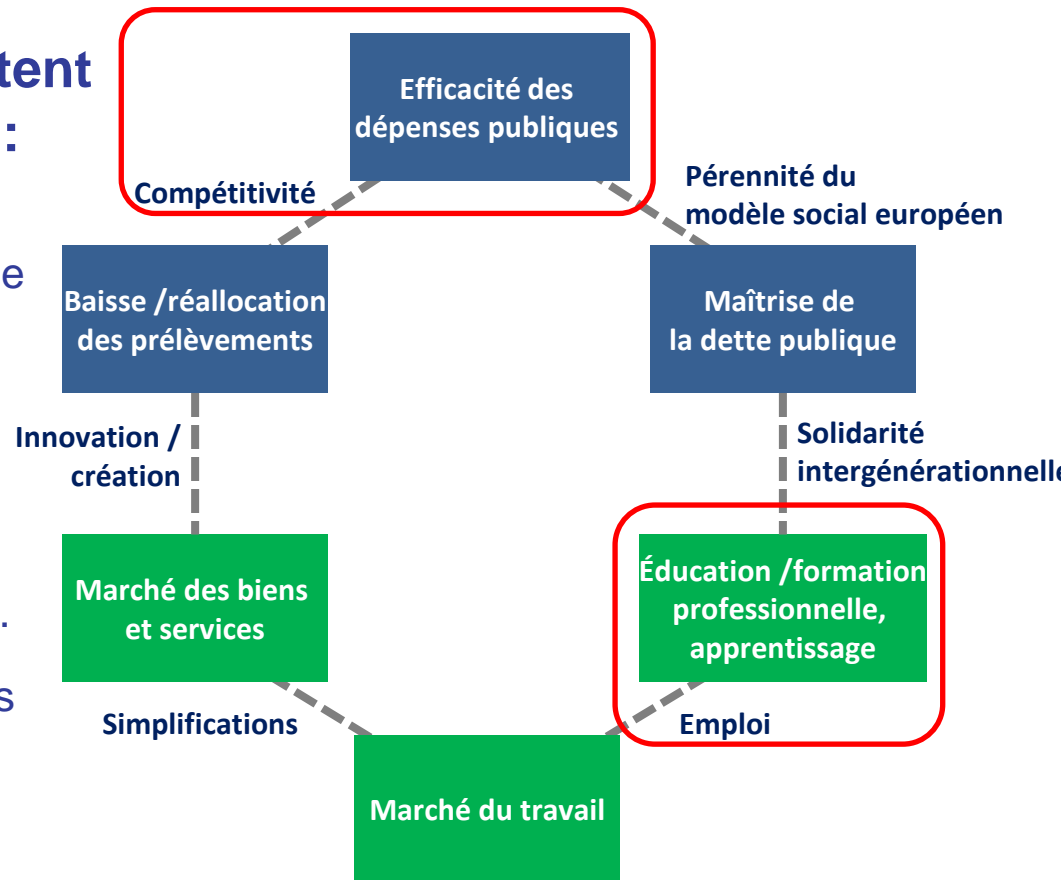
3. Saisir la chance de la France



Profiter maintenant du retour de la croissance pour mettre en œuvre des réformes qui augmentent demain la croissance potentielle :

- Une ambition de réformes, comme celles menées depuis 2017, est assurée de produire des résultats dès lors qu'elle est globale et persévérante.
- L'annonce et le vote des réformes comptent ; leur **mise en œuvre** effective par tous les acteurs – y compris privés – importera plus encore.
- L'**équité** tant dans les efforts demandés que dans les gains obtenus est aussi un impératif.

L'hexagone des réformes

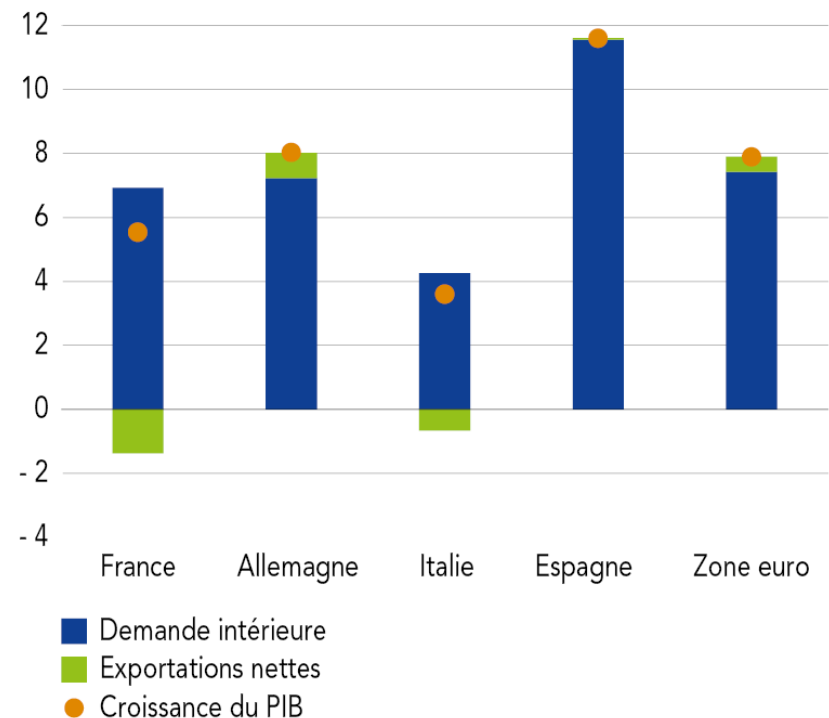


3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés

1/ Redresser la compétitivité française :

- La persistance de notre déficit extérieur explique notre **retard de croissance** par rapport à la zone euro sur 2014-2017 (-2,4 points).
- Un solde des transactions courantes systématiquement déficitaire depuis 2007 (- 13,1 milliards d'euros en 2017).
- Un déficit des échanges de biens et services qui résulte exclusivement des échanges **au sein de la zone euro**.

Contributions cumulées à la croissance du PIB, 2014-2017 (en %)



Source : Eurostat.

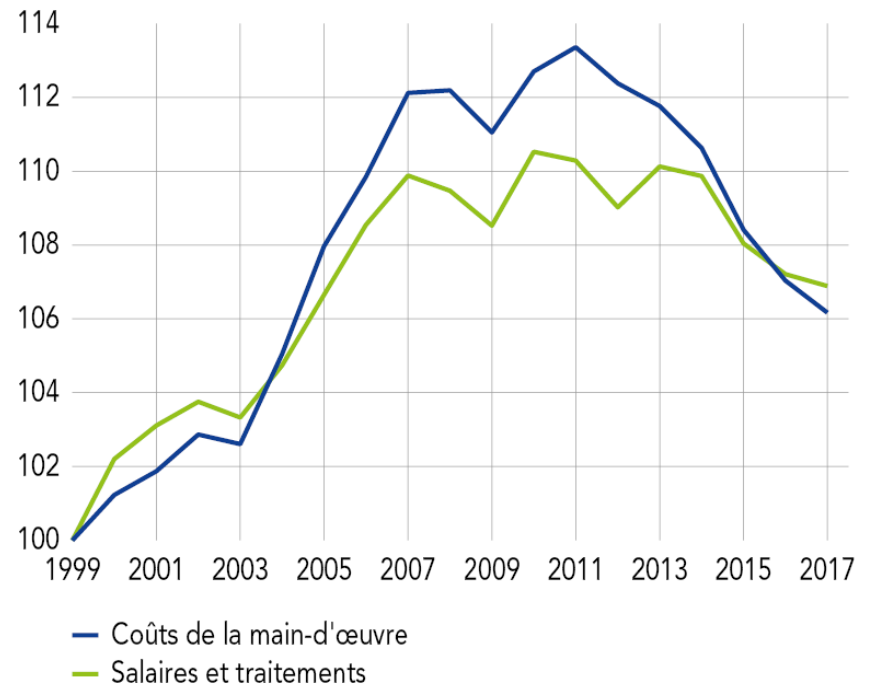
3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés



1/ Redresser la compétitivité française :

- Une partie provient encore du coût de la main d'œuvre.

Coût relatif du travail,
ratio France/Allemagne
(base 100 en 1999)



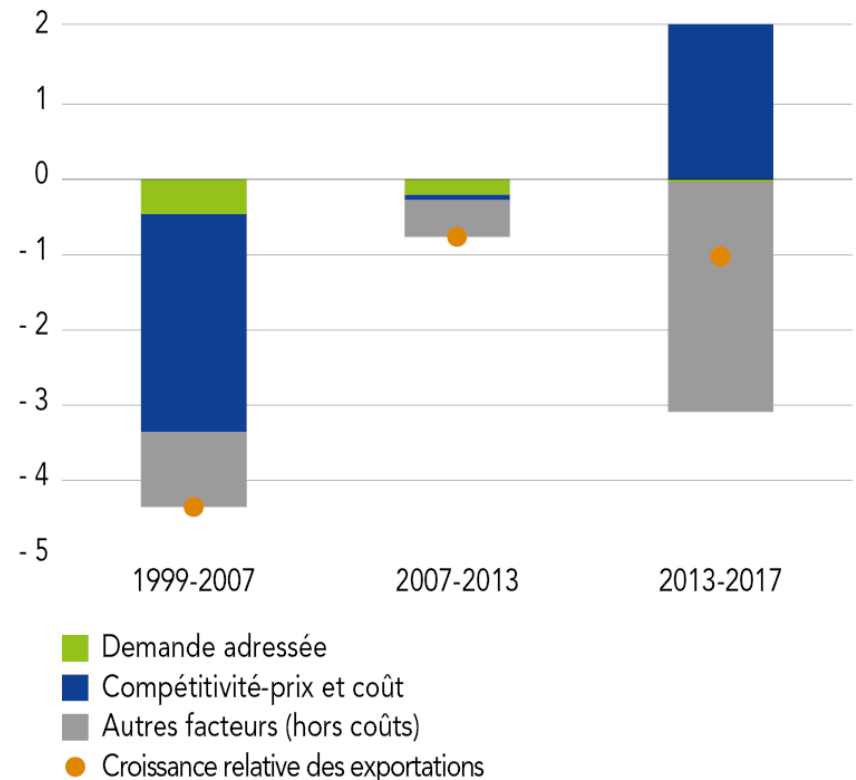
Source : Eurostat.

3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés

1/ Redresser la compétitivité française :

- Une partie provient encore du coût de la main d'œuvre.
- Une part croissante d'**éléments hors coûts** : stratégie des entreprises, compétences de la main-d'œuvre, efficacité de la sphère publique.

Écart de croissance des exportations France-Allemagne
(volumes, taux de croissance annuel moyen en %)



Source : Banque de France.

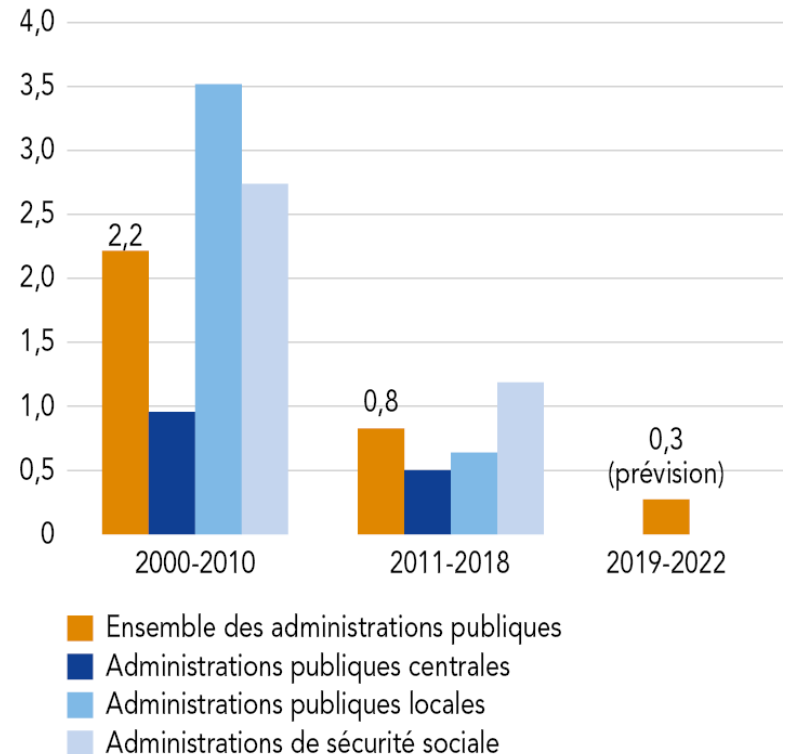
3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés



→ Redresser la compétitivité publique :

- La meilleure efficacité des dépenses publiques est un impératif : 56 % du PIB en France, contre 45 % pour la zone euro hors France.
- Un enjeu de **souveraineté** également : à défaut, dette publique et choix budgétaires deviendront insoutenables quand les taux d'intérêt remonteront.
- Ramener la croissance des dépenses en volume de 1 à 0,3 % / an : un objectif à tenir impérativement, et donc à préciser dans ses moyens concrets.
- Des baisses d'impôts supplémentaires ne seraient possibles qu'au prix d'un effort encore plus strict sur les dépenses.
- La BdF mène un tel effort de performance.

Croissance annuelle moyenne des dépenses publiques en France, en volume, hors crédits d'impôts (en %)



Sources : Insee et prévisions du Gouvernement (Programme de stabilité 2018-2022).

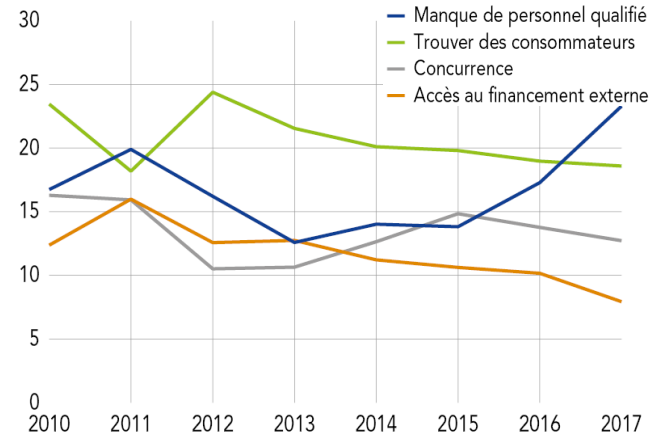
3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés

2/ Diminuer le chômage structurel :

- Indispensable pour éviter que la croissance et l'emploi ne plafonnent prématurément.
- Un paradoxe : les difficultés d'embauche sont le premier frein des entreprises alors que la France affiche un taux de chômage proche de 9 %.
- Ce décalage grave entre offre et demande de travail est la marque d'un taux de chômage structurel élevé.

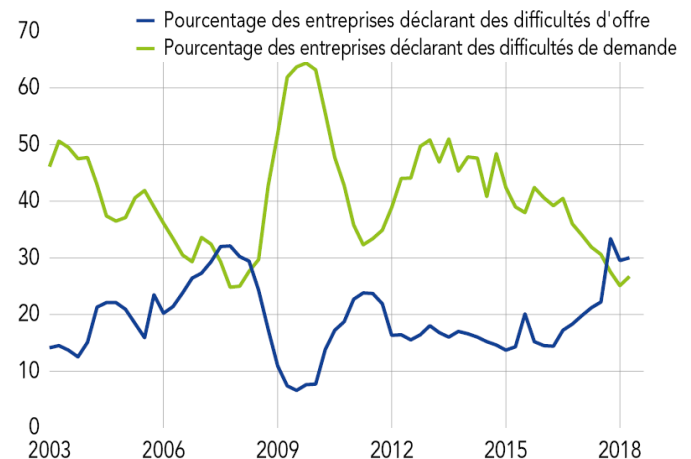


Difficultés les plus importantes rencontrées par les PME françaises (en %)



Source : BCE.

Difficultés d'offre et de demande des entreprises (en %)



Source : Insee, Enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie

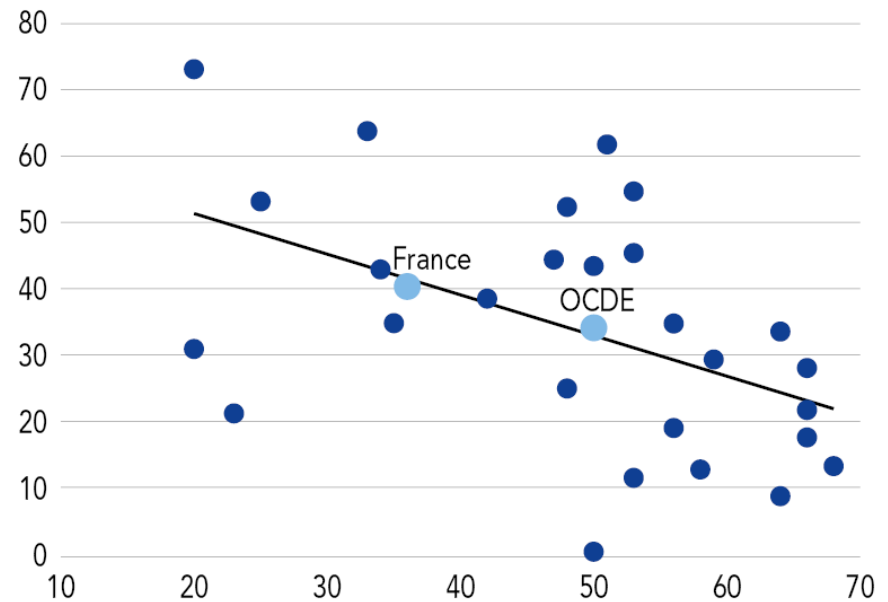
3. Saisir la chance de la France : nos deux défis clés

2/ Diminuer le chômage structurel :

- Indispensable pour éviter que la croissance et l'emploi ne plafonnent prématurément.
- Un paradoxe : les difficultés d'embauche sont le premier frein des entreprises alors que la France affiche un taux de chômage proche de 9 %.
- Ce décalage grave entre offre et demande de travail est la marque d'un taux de chômage structurel élevé.
- Une mobilisation nécessaire de tous autour des réformes de l'**apprentissage**, de la **formation professionnelle**, de l'éducation et de l'assurance chômage.

Chômage de longue durée et formation professionnelle au sein des pays de l'OCDE

(en % – en abscisses, taux de participation à la formation ; en ordonnées, part du chômage de longue durée [plus de 12 mois] dans le chômage total)



Source : OCDE.

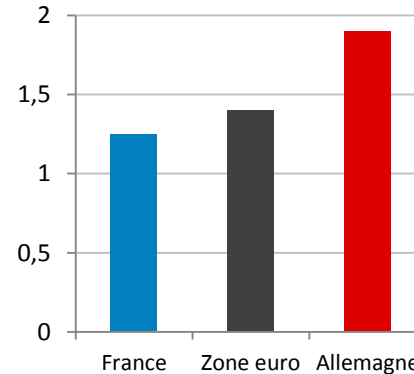
3. Saisir la chance de la France



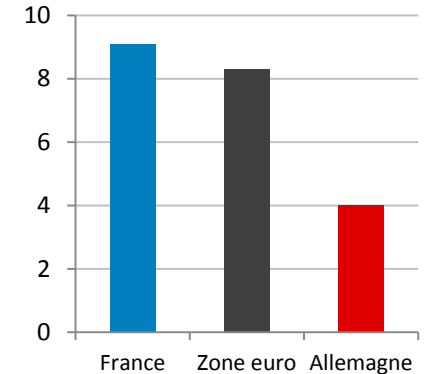
Relever ces deux défis est la condition pour redresser notre croissance potentielle :

- Les réformes de beaucoup de nos voisins avant nous peuvent fonder notre confiance : le succès économique est compatible avec le modèle social européen ; il est même la condition de sa pérennité.
- Dans un environnement international encore favorable mais fragile, le plus grand risque serait d'attendre sans agir.

Croissance potentielle (2018, en %)

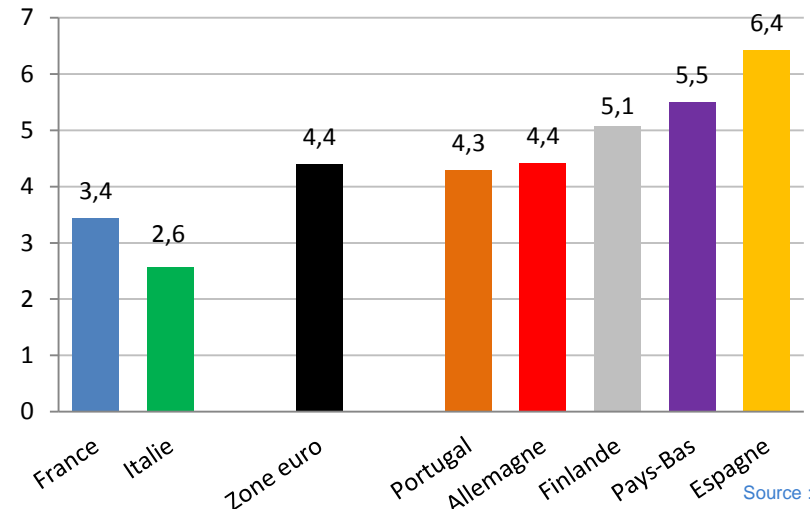


Chômage structurel (2018, en % de la population active)



Sources : estimations Banque de France.

Croissance cumulée du PIB, 2016-2017 (en %)



Source : Eurostat.