

Lettre introductive au Rapport annuel de la Banque de France

Adressée à
Monsieur le Président de la République,
Monsieur le Président du Sénat et
Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

par
François Villeroy de Galhau,
gouverneur de la Banque de France

Juin 2018



Synthèse

L'Europe et la France ont connu en 2017 leur plus forte croissance depuis dix ans. En 2018, le monde devient plus instable et la zone euro voit le retour d'une part d'incertitude. Les acteurs économiques peuvent pour autant **apprécier la croissance** : elle 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.

Nous devons cependant **renforcer notre vigilance** face aux risques. L'incertitude induite par les tensions protectionnistes pèse sur l'investissement des entreprises et les marchés financiers. En outre, 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.

Pour la 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. Il faut à la fois accroître le partage du risque **privé** – via une véritable Union de financement finalisant l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux – et mettre en place un dispositif **public** partagé, au travers d'un Fonds monétaire européen et d'un budget de la zone euro. En parallèle, l'Eurosystème suit une stratégie de normalisation progressive et prévisible de sa politique monétaire, à mesure que l'inflation se rapproche durablement de la cible de 2%.

Dans ce contexte, **la France doit saisir sa chance**. Après l'accélération exemplaire des réformes depuis 2017, la priorité est de traiter nos deux défis clés. Le premier tient à la persistance de notre déficit extérieur : parmi les facteurs qualitatifs de la **compétitivité**, l'efficacité de la **sphère publique** doit

impérativement être améliorée. La France affiche un niveau de dépenses publiques supérieur de 11 points de PIB à celui de ses voisins européens. Il s'agit aussi d'un enjeu de souveraineté : à défaut, notre dette publique comme nos choix budgétaires deviendront insoutenables demain lorsque les taux d'intérêt remonteront. Les intentions affichées – ramener la croissance des dépenses en volume de 1% à 0,3% par an – doivent être maintenant traduites concrètement; des baisses d'impôt au-delà de celles déjà décidées ne seraient possibles qu'au prix d'un effort encore plus strict sur les dépenses. Impliquant aussi les acteurs sociaux et locaux, un secteur public performant et innovant peut redevenir un atout de la compétitivité française. La Banque de France s'efforce avec son plan Ambitions 2020 d'être exemplaire dans cette exigence de transformation publique.

Notre second défi, pour éviter que la croissance et l'emploi ne plafonnent prématurément, est de **diminuer le chômage structurel**, estimé à près de 9%. Le décalage grave entre demande d'embauche des entreprises et offre de travail justifie la mobilisation de tous autour des réformes en cours de l'apprentissage, de la formation professionnelle et de l'éducation.

Redresser notre compétitivité, y compris publique, diminuer notre chômage structurel : telles sont les deux conditions pour relever notre croissance de moyen terme ou « potentielle », aujourd'hui trop basse autour de 1,25%. La réussite passe par une mobilisation persévérante et globale – y compris des acteurs privés dans la mise en œuvre concrète des réformes. L'équité tant dans les efforts demandés que dans les gains obtenus est aussi un impératif. Mais 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.

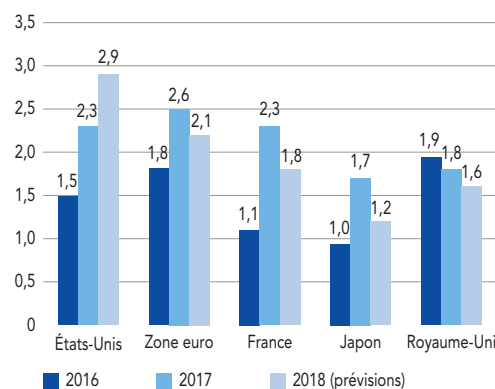
Europe et la France ont connu en 2017 leur plus forte croissance depuis dix ans. Et la France en Europe a été exemplaire par l'accélération de ses réformes. En ce printemps 2018, la croissance reste porteuse mais le monde devient plus instable : la zone euro en particulier voit le retour de l'incertitude, au vu notamment de la situation en Italie. Pour autant, notre mobilisation ne doit en rien faiblir, au contraire, autour de trois impératifs :

- apprécier la croissance, dans un environnement économique plus fragile mais encore favorable ;
- renforcer notre vigilance, pour gérer les risques mondiaux et européens ;
- 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.

I. Apprécier une croissance plus fragile mais globalement encore soutenue

L'année 2017 s'est achevée sur une note très positive : alimentée par l'investissement et le commerce international, la croissance mondiale a accéléré, à 3,8%. En zone euro, l'expansion a également été forte et généralisée, avec un taux de croissance de 2,6% (cf. graphique 1), le plus élevé depuis dix ans, et encore supérieur à la croissance américaine. Elle s'est traduite par un net recul du chômage, à 8,7% fin 2017, le niveau le plus bas depuis 2008, et des créations d'emplois de près de 8 millions entre mi-2013 et fin 2017, soit davantage que les pertes subies pendant la crise. La France a elle aussi accéléré avec une croissance du PIB plus que doublée à 2,3%¹ en 2017.

Graphique 1 Taux de croissance annuel du PIB (en%)



Sources : Eurostat; 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; comptes nationaux.

En début d'année 2018, la conjoncture s'est un peu voilée en zone euro. Malgré ce fléchissement qui semble en partie temporaire, l'expansion économique devrait se poursuivre en 2018, à un rythme un peu plus modéré que l'an dernier, à 2,1% en zone euro et 1,8% en France. Parmi les aléas figure le prix du pétrole, qui approche de nouveau 80 dollars par baril (cours du *Brent*). Il s'agit du niveau le plus élevé depuis fin 2014, et sa persistance constituerait un risque sur la croissance des pays européens et de la France en particulier.

Au niveau mondial, la croissance devrait atteindre 3,9% d'après les prévisions du FMI. À court terme, l'activité mondiale devrait bénéficier des retombées de la relance budgétaire et de la réforme fiscale aux États-Unis, dont l'impact sur la croissance du PIB américain est estimé à environ + 0,7% en moyenne sur 2018-2019. Mais ce stimulus à contre-cycle pourrait entraîner une

¹ Chiffre corrigé des variations saisonnières et des jours ouvrables.

« surchauffe » de l'économie américaine, avec une hausse modeste des investissements et donc de la croissance potentielle, et un creusement des déficits budgétaires et commerciaux de plus d'un point, à 6,1 % et 3,8 % du PIB respectivement en 2019.

La croissance en Europe et en France resterait donc significative en 2018 et probablement en 2019, mais son allant diminuerait. Elle est aujourd'hui au-dessus de la « vitesse de croisière » de l'économie, la « croissance potentielle », estimée par les économistes à environ 1,4 % en zone euro et 1,25 % en France. À mesure que l'économie française rattrape son retard de croissance passé – son « *output gap* » négatif, qui devrait disparaître en 2019 –, elle devrait décélérer progressivement. La croissance potentielle demeure plus basse qu'avant la crise, principalement en raison du ralentissement de la productivité². Dans les années à venir toutefois, la tendance structurelle de productivité pourrait être soutenue par les effets des réformes structurelles menées (cf. partie 3) et par un nouveau choc technologique lié à l'économie digitale³.

La croissance est là, même si son rythme devrait progressivement fléchir. C'est une raison forte pour refuser toute complaisance face aux risques et agir maintenant pour réparer les faiblesses de l'architecture internationale et européenne.

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

La persistance de deux grands risques mondiaux⁴

L'imprévisibilité américaine et le Brexit britannique alimentent aujourd'hui le risque de protectionnisme.

Selon les travaux du FMI⁵, une hausse généralisée des barrières protectionnistes provoquant une augmentation de 10 % des prix à l'importation ferait baisser de 15 % le commerce mondial et de 2 % le PIB mondial au bout de cinq ans. Ce chiffrage de mesures concrètes éventuelles sous-estime vraisemblablement l'effet déjà de l'incertitude induite par les menaces protectionnistes : cette incertitude pèse sur l'investissement des entreprises comme sur les marchés financiers. En Europe, le coût du Brexit pour le Royaume-Uni est estimé entre – 2 % et – 8 % du PIB à long terme, selon les scénarios retenus.

Contre les tentations préjudiciables de l'unilatéralisme, la France, avec l'Europe et le Canada notamment, doit continuer à défendre des relations économiques internationales fondées sur des règles et des institutions respectées de tous. Face à la montée des populismes et des insatisfactions, la bonne réponse passe aussi par la défense du modèle social européen et de ses solidarités. Les inégalités de revenu se sont bien moins creusées en Europe que dans le monde anglo-saxon : aux États-Unis, les 1 % les plus riches captaient 20 % des revenus totaux en 2016, soit deux fois plus qu'en 1980, alors que leur part est restée relativement stable en Europe, autour de 13 %⁶.

Face à l'**instabilité financière**, des progrès conséquents ont été accomplis en matière de réglementation bancaire

2 Cf. Bergeaud (A.), Cette (G.) et Lecat (R.) (2014), « Tendances de la productivité de 1890 à 2012 dans les pays avancés », *Documents de travail*, n° 475, Banque de France, février – en anglais.

3 Cf. Brynjolfsson (E.) et McAfee (A.) (2014), « *The second machine age – Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies* », Kindle edition.

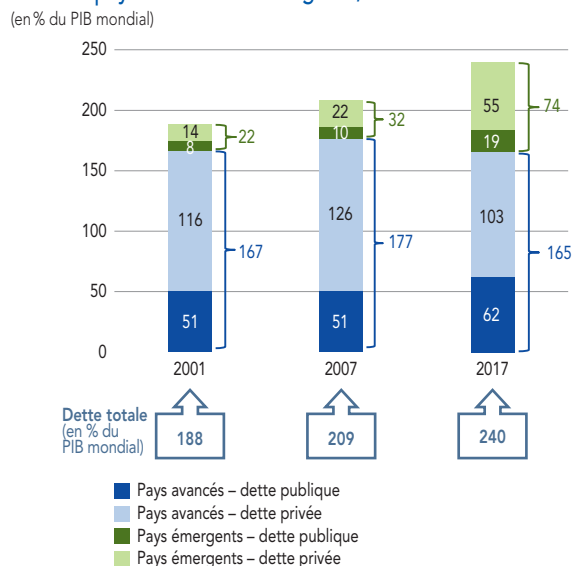
4 Cf. Lettre au Président de la République, juillet 2017.

5 Cf. FMI (2016), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.

6 Cf. *World Inequality Report 2018*, coordonné par Alvaredo (F.), Chancel (L.), Piketty (T.), Saez (E.) et Zucman (G.).

internationale, avec la finalisation très bienvenue des réformes de Bâle 3 en décembre dernier. En matière financière, les États-Unis semblent en outre se tenir à leurs engagements internationaux, et éviter la dérégulation unilatérale. Mais toute complaisance et tout relâchement seraient hors de saison. La dette mondiale totale a continué d'augmenter, pour atteindre 240% du PIB mondial en 2017, contre 229% l'année précédente et 209% en 2007 (cf. graphique 2⁷), avec une progression marquée de l'endettement du secteur privé dans certains pays émergents. Les derniers mois ont vu en outre le retour de défiances brutales et de tensions de change envers certains pays à forts déficits extérieur et public, comme l'Argentine ou la Turquie.

Graphique 2 Évolution des dettes privées et publiques dans les pays avancés et émergents, hors secteur financier



Note : La dette privée comprend la dette des ménages et des sociétés non financières.
Sources : BRI, calculs Banque de France – données exprimées en dollars et PIB courants.

Par ailleurs, il faut tenir compte de l'ampleur grandissante de la finance non bancaire à l'échelle mondiale. La priorité de la réglementation financière doit donc être aujourd'hui moins la solvabilité des banques que la liquidité des non-banques⁸.

La situation italienne impose plus encore de renforcer enfin l'Union économique en Europe

L'Italie, membre majeur de la zone euro et du G7, a amélioré son système bancaire. Elle a bénéficié aussi de la reprise européenne : la croissance y a été de 1,6% en 2017 ; mais la dette publique atteint 132% du PIB et le taux de chômage reste élevé (11%), particulièrement pour les jeunes (35%). Ces difficultés, nourries par des rigidités structurelles, persistent depuis nombre d'années : leur traitement relève pour l'essentiel de réformes nationales (cf. partie 3). L'engagement de l'Eurosystème depuis 2012 a été décisif pour réduire la « fragmentation » et diminuer fortement les taux d'intérêt payés par les entreprises, les ménages et l'État italiens. Les choix de politique économique du nouveau gouvernement sont encore incertains. Il n'appartient pas ici de les commenter mais de souligner qu'une monnaie solide partagée – bien commun de 340 millions d'Européens depuis vingt ans – forme un ensemble cohérent et solidaire. Chacun de ses membres doit en respecter les règles, et tous partagent une communauté de destin.

À cet égard, si l'Union monétaire est un succès, la **faiblesse persistante de l'Union économique** est

⁷ Les données BRI utilisées ici sont les plus récentes. Il existe un écart marginal avec les données FMI, du fait de différences de méthode et de périmètre, mais le constat d'une hausse significative de la dette mondiale est identique.

⁸ Cf. Banque de France (2018), La finance hors banques : tendances et enjeux, *Revue de la stabilité financière*, n° 22, avril.

un problème : la politique monétaire risque d'être sur-sollicitée lors de la prochaine récession si la zone euro ne se dote pas d'instruments économiques plus forts. Les incertitudes quant à la politique du nouveau gouvernement italien constituent une difficulté supplémentaire dans les négociations en cours, mais en accroissent parallèlement la nécessité : la France et l'Allemagne se doivent au moins de proposer rapidement à tous leurs partenaires, de façon ouverte, un « chemin de crête » combinant responsabilité et solidarité. La première priorité est d'accroître le partage du risque privé, pour répondre au besoin d'investissement et d'innovation des entrepreneurs européens, assurer une meilleure circulation de l'épargne abondante (plus de 400 milliards d'euros d'excédent en zone euro ⁹) et mieux stabiliser les chocs à l'intérieur de la zone euro : aux États-Unis, les flux financiers privés entre États sont un mécanisme d'amortissement plus puissant que les mécanismes budgétaires. En pratique, une vraie Union de financement passe notamment par l'accélération de l'Union des marchés de capitaux et la finalisation de l'Union bancaire ; ici, le « deuxième pilier » de résolution des banques en difficulté importe plus encore qu'une éventuelle garantie commune des dépôts. Et il est essentiel de lever les obstacles à des banques paneuropéennes transfrontières.

Pour autant, un dispositif public partagé est indispensable, en complément des politiques économiques nationales : il combinerait la transformation du Mécanisme européen de stabilité en Fonds monétaire européen, incluant un véritable rôle de prévention des crises, et la mise en place d'un budget de la zone euro. Ce budget financerait, au bénéfice de tous, certains « biens communs » comme le numérique, la transition énergétique ou la sécurité, et contribuerait à la stabilisation.

Un défi accru : la normalisation progressive des politiques monétaires en contexte d'inflation retardée

La phase d'expansion a présenté une nouveauté pour la zone euro comme pour d'autres économies avancées : la croissance forte s'y est accompagnée jusqu'à présent d'une inflation encore trop faible. Après la variation brutale de mai du fait de la hausse du pétrole (1,9% d'inflation en zone euro, après 1,3% en avril), la moyenne 2018 devrait rester à 1,7% (dont 1,1% pour l'inflation sous-jacente, hors énergie et produits alimentaires). Ceci justifie que l'Eurosystème mène encore une politique monétaire accommodante en haut de cycle, et poursuive une normalisation progressive. Mais ceci conduit à répondre précisément à trois questions : l'Eurosystème a-t-il le bon objectif ? Le retard de l'inflation est-il durable ? La politique monétaire a-t-elle un bilan positif ?

Le bon objectif ?

L'objectif principal fixé à la BCE par le Traité est le maintien de la stabilité des prix. Depuis 2003, cet objectif se décline comme un taux annuel d'inflation inférieur à, mais proche de 2% à moyen terme. Il s'agit d'éviter tout autant une inflation trop élevée que la déflation. Une cible faiblement positive fournit notamment une marge de sécurité face au danger de la déflation. De fait, la plupart des autres banques centrales des économies avancées, dont les États-Unis et le Japon, ont également opté pour une cible d'inflation de 2%. Pour l'Eurosystème spécifiquement, l'objectif de stabilité des prix s'appliquant à la zone euro dans son ensemble, une cible strictement positive offre un

⁹ Excédent du compte des transactions courantes sur la période de douze mois cumulés s'achevant en mars 2018 – source : BCE.

intervalle d'ajustement plus large en cas d'écarts entre pays, en limitant le risque que certains d'entre eux n'affichent un taux d'inflation négatif.

Le retard de l'inflation est-il durable ?

Au-delà des effets forts mais temporaires des variations du prix du pétrole, l'une des clés réside ici dans un débat bien connu des économistes. Mise en évidence à la fin des années 1950, la courbe de Phillips établit une relation inverse entre le chômage et l'inflation (initialement la croissance des salaires). Récemment, la baisse notable du chômage en zone euro ne s'est pourtant pas traduite par une accélération forte de l'inflation ; est-ce à dire que la courbe de Phillips aurait disparu, assombrissant les perspectives de sortie de la politique accommodante ? Les travaux menés à la Banque de France¹⁰ montrent que la courbe de Phillips existe encore bel et bien en zone euro (cf. graphique 3), même si celle-ci est plus plate qu'elle ne l'était dans les années 1970 et 1980 : la baisse du taux de chômage a un effet moins important sur l'inflation, du fait de facteurs durables comme la

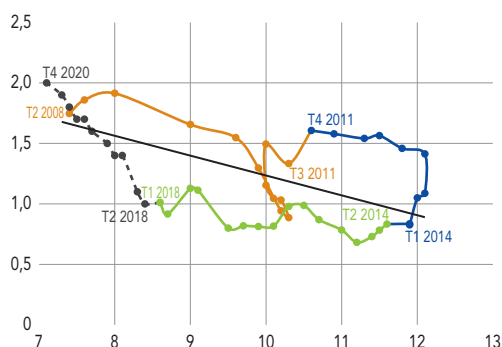
concurrence mondiale accrue. Des facteurs temporaires tels que la forte baisse des prix du pétrole en 2014-2015 ont également pesé sur l'inflation. Qui plus est, la courbe de Phillips peut être différenciée selon les pays, y compris au sein de la zone euro : le chômage reste élevé notamment en France. Il faut donc compléter la politique monétaire par des politiques structurelles relevant la croissance potentielle et abaissant le chômage structurel, plutôt qu'en remettant en cause la nécessaire modération salariale (cf. partie 3).

Quel bilan en termes de bénéfices et coûts ?

Pour faire face aux risques qui pesaient sur la zone euro, l'Eurosystème s'est appuyé, de façon renforcée depuis 2014, sur un « quatuor » d'instruments de politique monétaire : le programme d'achat d'actifs publics et privés, le taux de la facilité de dépôt légèrement négatif, les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) et la fourniture de liquidité et de crédit aux banques. Ces mesures non conventionnelles ont contribué à l'accélération de la croissance en suscitant des conditions de financement particulièrement favorables et en stimulant la demande intérieure. D'après les estimations de la BCE, elles devraient soutenir la croissance à hauteur de + 1,9 point de pourcentage (pp) en cumulé sur la période 2016-2020 (cf. graphique 4). Elles devraient dans le même temps avoir un impact positif sur l'inflation, à hauteur de + 1,9 pp (cf. graphique 5). L'Eurosystème prévoit, avec une confiance de plus en plus forte, que le taux d'inflation atteigne 1,7 % en 2020 (dont 1,9 % pour l'inflation sous-jacente), contre seulement 0,2 % en 2016.

Graphique 3 Courbe de Phillips pour la zone euro

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

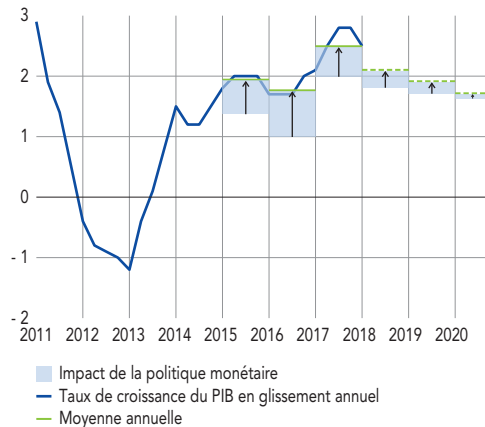


Sources : Eurostat; BCE, *Projections macroéconomiques pour la zone euro*, juin 2018.

10 Cf. Berson (C.), de Charsonville (L.), Diev (P.), Faubert (V.), Ferrara (L.), Guilloux-Nefussi (S.), Kalantzis (Y.), Lalliard (A.), Matheron (J.) et Mogliani (M.) (2018), « La courbe de Phillips existe-t-elle encore ? », Rue de la Banque, n° 56, Banque de France, février.

Graphique 4 Croissance du PIB en zone euro et effet estimé de la politique monétaire

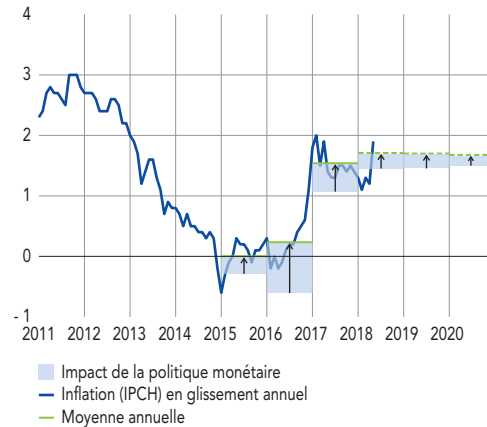
(en %)



Sources : BCE et Banque de France.

Graphique 5 Inflation en zone euro et effet estimé de la politique monétaire

(en %)



Sources : BCE et Banque de France.

Sur les éventuels effets secondaires négatifs de la politique monétaire, il n'a pas été constaté, jusqu'à présent, de signes généralisés d'accumulation d'un endettement excessif ou de bulles de prix d'actifs dans la zone euro¹¹. La dette, publique et privée¹², recule en moyenne en zone euro depuis 2014 de près de 11 points de PIB. La France constitue cependant ici une exception : la dette privée y a augmenté de 9 points depuis 2014 et atteint désormais 130 % du PIB à fin 2017, la plus élevée des grands pays de la zone euro. Elle appelle une action spécifique *via* la politique macroprudentielle nationale. C'est la responsabilité du Haut Conseil de stabilité financière qui a décidé en conséquence, le 11 juin, la première activation d'un « coussin contracyclique » de capital, à niveau modéré (0,25%). L'objectif en est préventif : constituer des réserves en phase d'expansion comme aujourd'hui, pour éviter des restrictions de crédit lors d'un retournement futur du cycle.

*

Appuyé sur la crédibilité des premiers résultats atteints, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donné le 14 juin une plus grande clarté sur sa stratégie de normalisation progressive et prévisible de la politique monétaire ; il contribue ainsi à réduire l'incertitude et ancrer les anticipations des agents économiques. Les achats nets d'actifs devraient s'arrêter en décembre ; le premier relèvement des taux d'intérêt pourrait intervenir à partir de l'été 2019. Cela étant, la politique monétaire restera encore accommodante. En particulier, le maintien d'un stock important d'actifs au bilan de l'Eurosystème – compte tenu du réinvestissement des remboursements des titres échus – continuera

11 Cf. BCE (2018), *Financial Stability Review*, mai.

12 Dette des agents privés non financiers : ménages et entreprises.

de favoriser les conditions financières à long terme en comprimant les primes de terme sur la partie longue de la courbe des taux d'intérêt.

III. Saisir la chance de la France

Plus encore que les autres pays de la zone euro, la France bénéficie depuis un an d'une dynamique favorable. Les indicateurs de climat des affaires restent à des niveaux nettement au-dessus de leur moyenne de longue période. De surcroît, après les incertitudes qui ont entouré la campagne présidentielle, les investisseurs internationaux apprécient désormais la solidité du cadre institutionnel français, et l'élan des réformes.

Certaines de ces réformes ont déjà été adoptées. Sur le **marché du travail**, après la loi El Khomri en 2016, les ordonnances Pénicaud en 2017 ont accru la flexibilité de l'emploi en préservant l'essentiel des protections des salariés. Des **réformes fiscales** sont venues baisser ou réallouer les prélèvements pesant sur le travail et le capital, et rapprocher la fiscalité française de celles des autres pays développés. Le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) a contribué au rebond de l'emploi observé depuis la fin de l'année 2015 et sera pérennisé en allègement de charges au 1^{er} janvier 2019.

Plus globalement, le Gouvernement et le Parlement ont annoncé depuis un an de nombreuses réformes. Notre pays, plus tard que d'autres mais mieux que d'autres aujourd'hui, répond ainsi à un impératif d'évidence : profiter maintenant du retour de la croissance et de la confiance pour mettre en œuvre une stratégie audacieuse de réformes, qui augmentent demain la croissance

potentielle. Une ambition de réformes est assurée de produire des résultats, dès lors qu'elle est **globale** – les réformes interagissent positivement entre elles – et qu'elle est **persévérante** – chez tous nos voisins, le « temps de retour » des réformes a été d'au moins deux à trois ans. L'annonce et le vote des réformes comptent, bien sûr ; leur **mise en œuvre** effective par tous les acteurs – y compris privés – importera donc plus encore.

Ce sont aussi cette cohérence globale et cette persévérance qui doivent assurer l'indispensable **équité** de la stratégie : parce que des efforts doivent être demandés à tous – y compris les bénéficiaires de rentes privées ou publiques –, et parce que les gains bénéficient ensuite à tous – d'abord ceux qui peuvent revenir ou entrer dans l'emploi, dont les jeunes, mais aussi les plus défavorisés qui doivent être assurés d'une solidarité nationale enfin financée dans la durée.

Dans cet ensemble, il convient cependant de souligner particulièrement deux défis de l'économie française en 2018 :

- la compétitivité, et donc notamment l'efficacité des dépenses publiques ;
- l'emploi, et donc prioritairement les réformes de la formation professionnelle et de l'éducation.

Premier défi : redresser la compétitivité française, notamment par une meilleure efficacité des dépenses publiques

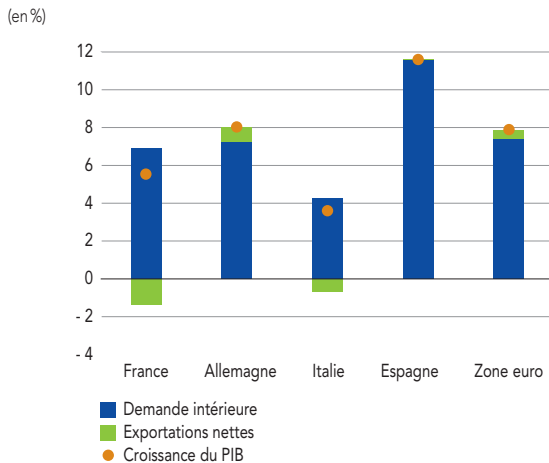
Malgré l'amélioration de son environnement économique, la France a accumulé un retard de

croissance par rapport à la zone euro : entre 2014 et 2017, la croissance cumulée du PIB en France a été inférieure de 2,4 points à celle de la zone euro. Cet écart négatif ne tient pas à la demande intérieure, qui est solide, mais presque exclusivement à la composante extérieure (cf. graphique 6). Le solde des transactions courantes de la France a ainsi été systématiquement déficitaire depuis 2007 (- 13,1 milliards d'euros en 2017). Le déficit des échanges de biens et services résulte exclusivement des échanges au sein de la zone euro, le solde étant excédentaire vis-à-vis du reste du monde.

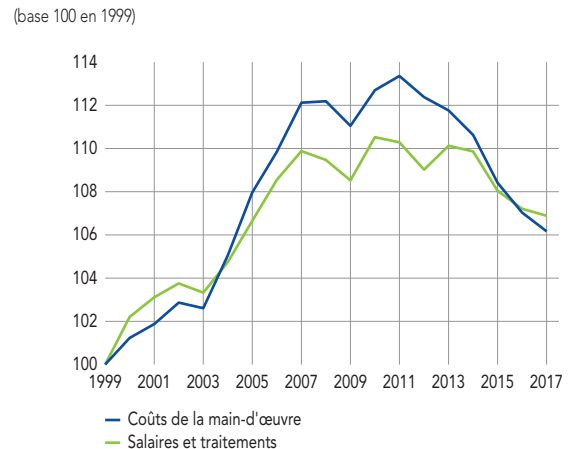
Cette situation illustre la persistance du problème de compétitivité français. Une partie en provient du coût de la main-d'œuvre qui pèse sur la compétitivité-coût des entreprises. La relative maîtrise de la progression

des coûts salariaux unitaires en France depuis 2013 par rapport à l'Allemagne, sous l'effet de politiques de compétitivité en France – le CICE et le Pacte de responsabilité – et de salaires plus dynamiques en Allemagne, n'a pas permis d'effacer la forte hausse observée au début des années 2000. Au total, depuis 1999, le coût relatif de la main-d'œuvre française par rapport à la main-d'œuvre allemande a augmenté de 6% (cf. graphique 7). La modération salariale reste en France un impératif car nous avons un déficit extérieur, et elle n'empêche pas une progression sensible du pouvoir d'achat moyen des ménages (+ 1,2% attendu en 2018, et + 2,0% en 2019). Les pays en excédent extérieur durable – comme l'Allemagne et les Pays-Bas – ont en revanche la possibilité de relancer les salaires, ce qui faciliterait les ajustements au sein de la zone euro.

Graphique 6 Contributions cumulées à la croissance du PIB, 2014-2017

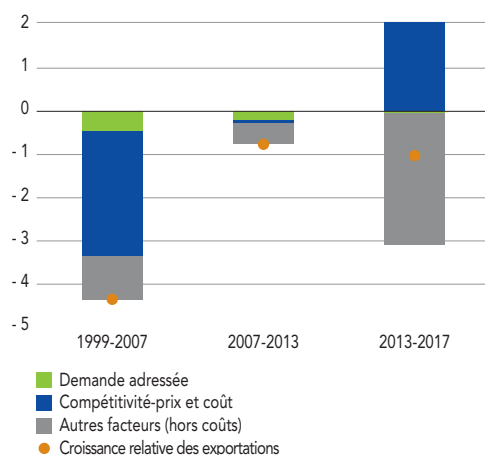


Graphique 7 Coût relatif du travail, ratio France/Allemagne



Graphique 8 Écart de croissance des exportations France-Allemagne

(volumes, taux de croissance annuel moyen en %)



Source : Banque de France.

Parmi les éléments qualitatifs, le défi impérieux de notre efficacité publique

Au-delà de la compétitivité-coût cependant, une part croissante de la faiblesse française semble provenir d'éléments hors coûts (cf. graphique 8), plus difficiles à expliquer, et donc à redresser. Une première composante, au niveau microéconomique, est le positionnement et la stratégie des entreprises, souvent moins en haut de gamme qu'en Allemagne. Une deuxième composante a trait aux compétences de la main-d'œuvre (cf. *infra*). Enfin, la compétitivité dépend aussi de l'efficacité de la sphère publique. Par son rôle de régulation du système financier, du marché du travail et des produits, la puissance publique peut contribuer à une meilleure allocation des facteurs de production vers les entreprises les plus performantes, et donc *in fine* à l'amélioration de la compétitivité globale de l'économie¹³.

La **baisse des dépenses publiques** apparaît ici comme le premier impératif : à fin 2017, les dépenses publiques atteignent dans notre pays 56 % du PIB, soit 11 points de plus que la moyenne de nos voisins à modèle social et public comparable (45 % pour la zone euro hors France). Cet écart d'efficacité pèse sur notre compétitivité : la progression de 4 points de PIB des dépenses publiques depuis 1999 en France a conduit à une hausse des prélèvements obligatoires de plus de 2 points de PIB – notamment *via* les cotisations sociales sur le travail – alors que dans le même temps la part des dépenses publiques et des prélèvements obligatoires dans le PIB est restée stable en zone euro et a diminué en Allemagne.

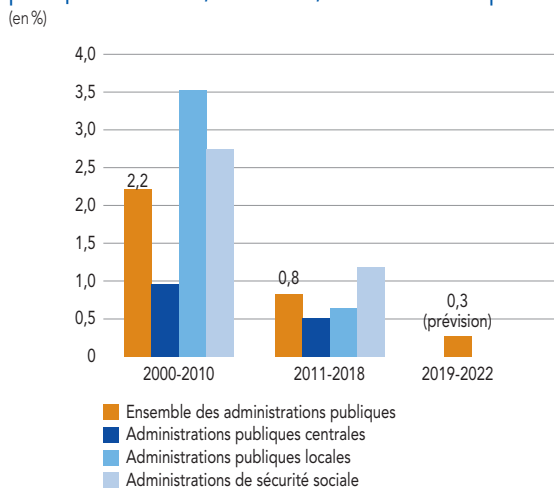
Mais il y a aussi un enjeu de **souveraineté**. Des dépenses publiques mal maîtrisées alimentent la dette publique : depuis 2010, elle a crû de 12 points de PIB, pour atteindre 97 % du PIB fin 2017, tandis que celle de l'Allemagne reculait de 17 points sur cette même période. Ceci contraindra beaucoup les budgets français à venir, lors de la remontée certaine des taux d'intérêt.

Revenir à un niveau d'endettement public plus soutenable en France – aux alentours de 60 % du PIB dans vingt ans, norme du Traité européen et niveau quasiment de l'Allemagne aujourd'hui (64,1 % fin 2017) – est possible. Mais cette ambition nécessite un effort important et persévérant en matière de dépenses publiques dans les prochaines années. En considérant que les prélèvements obligatoires resteront stables, une **croissance des dépenses publiques en volume**

¹³ Cf. Aghion (P.), Bergeaud (A.), Lequien (M.) et Melitz (M. J.) (2018), « L'effet du commerce international sur l'innovation, théorie et résultats empiriques », Documents de travail, n° 678, Banque de France, avril.

d'environ 0,3 % par an sur la période 2019-2022 serait cohérente avec nos obligations au titre désormais du volet préventif du Pacte de stabilité¹⁴, et permettrait déjà une première baisse visible de la trajectoire de la dette publique. Cette intention affichée quant au freinage des dépenses dans le programme de stabilité d'avril 2018 (cf. graphique 9) est donc louable ; mais elle doit impérativement être tenue et pour cela rapidement précisée dans ses moyens concrets, d'autant qu'elle suppose une rupture forte par rapport au passé et surtout par rapport à l'augmentation récente sur 2017-2018 (+ 1,1 % par an en volume). La France semble en outre envisager des baisses supplémentaires d'impôts – toujours souhaitées, mais rarement financées. Pour conserver la même trajectoire de la dette à la baisse, il faudrait alors un effort en dépenses encore plus important – pouvant aller jusqu'à une croissance zéro des dépenses en volume.

Graphique 9 Croissance annuelle moyenne des dépenses publiques en France, en volume, hors crédits d'impôts



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

À défaut, il serait très souhaitable d'en rester aux baisses d'impôt significatives déjà décidées fin 2017.

Un tel ajustement n'est cependant pas sans précédent dans d'autres pays européens, l'Allemagne ayant même réduit ses dépenses en volume sur une période prolongée au début des années 2000. Au cours des vingt dernières années, 21 pays de l'Union européenne sont parvenus au moins une fois à baisser leurs dépenses publiques d'au moins trois points de PIB, comme l'ambitionne le Gouvernement¹⁵. En France, les dépenses sociales – dont la retraite – ont entraîné la majorité de l'alourdissement des dépenses publiques depuis deux décennies. Notre pays se singularise aussi par la superposition de cinq échelons administratifs, avec des dépenses locales atteignant environ 12% du PIB.

La transformation publique est naturellement difficile. Elle passe, plutôt que par des « coups de rabot » d'efficacité décroissante, par des ciblage et arbitrages de priorité – certaines missions devant parfois être renforcées. Elle passe autant par la méthode : 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.

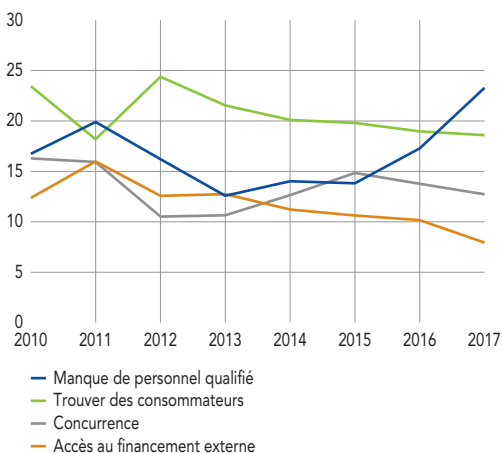
14 Cela représenterait un ajustement structurel primaire, c'est-à-dire une réduction du déficit public hors composante conjoncturelle et hors charges d'intérêt de la dette, d'environ 0,35 % de PIB potentiel par an, ce qui serait cohérent avec l'exigence principale du Pacte de stabilité et de croissance.

15 Cf. Aussilloux (V), Gouardo (C.) et Lenglard (F.) (2018), « Baisser le poids des dépenses publiques : les leçons de l'expérience des pays européens », *La note d'analyse*, n° 67, France Stratégie, mai.

Second défi : pour éviter que la croissance et l'emploi ne plafonnent, diminuer le chômage structurel par les réformes de la formation professionnelle et de l'éducation

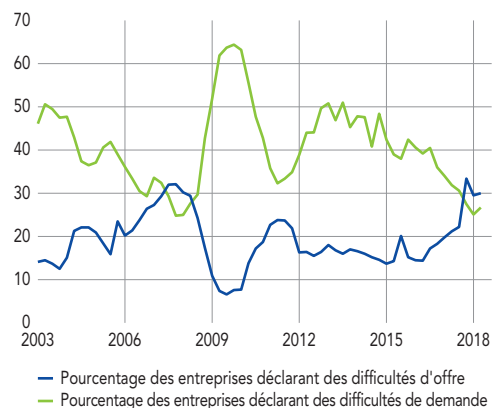
Dans la période d'expansion que l'économie française connaît aujourd'hui, notre problème n'est plus conjoncturel, mais structurel. Un paradoxe l'illustre, et il n'est guère supportable : les difficultés d'embauche sont le premier frein des entreprises (cf. graphique 10) alors que la France affiche un taux de chômage proche de 9%. Ce décalage grave entre demande des entreprises et offre de travail des ménages semble refléter à la fois une détérioration des compétences, dont témoignent les enquêtes de l'OCDE¹⁶, et l'impact des chocs technologiques ou de concurrence internationale. Plus largement, et pour la première fois depuis 2007, les contraintes d'offre pèsent davantage sur les entreprises

Graphique 10 Difficultés les plus importantes rencontrées par les PME françaises
(en %)



Source : BCE.

Graphique 11 Difficultés d'offre et de demande déclarées par les entreprises dans l'industrie manufacturière
(en %)



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

que l'insuffisance de la demande (cf. graphique 11). La croissance et donc l'emploi risquent de plafonner alors même que la France a encore 2,6 millions¹⁷ de personnes sans emploi.

Ces décalages entre offre et demande de travail sont la marque du taux de chômage structurel élevé et persistant de la France. Celui-ci n'est jamais redescendu en dessous de 7% depuis 1985. Il est estimé à près de 9% en 2018 par la Banque de France, comme par les organisations internationales. Il pèse non seulement sur les capacités de production, mais aussi sur la cohésion sociale.

¹⁶ Cf. enquêtes PISA (Programme international pour le suivi des acquis des élèves) et PIAAC (Programme pour l'évaluation internationale des compétences des adultes) de l'OCDE.

¹⁷ 2,6 millions de chômeurs au sens du BIT au 1^{er} trimestre 2018; 3,4 millions de demandeurs d'emploi de catégorie A (Pôle emploi) en avril 2018. Cette différence provient essentiellement des personnes inscrites à Pôle emploi qui ne sont pas considérées comme chômeurs au sens du BIT parce qu'elles ne recherchent pas activement d'emploi et/ou parce qu'elles ne sont pas disponibles rapidement pour travailler.

Notre pays souffre en effet, par rapport à la moyenne de l'OCDE¹⁹, d'une mobilité sociale trop faible et d'une trop grande reproduction des inégalités à travers les générations. Enfin, l'**assurance chômage** pourrait mieux contribuer à la réallocation de la main-d'œuvre entre les secteurs et les activités, y compris à travers l'amorce d'une application plus systématique des sanctions pour recherche d'emploi insuffisante ou refus d'offre raisonnable d'emploi.

Une Banque de France engagée pour la performance, et pour l'éducation économique et financière

Indépendante et ouverte sur l'Europe, la Banque de France est une institution de confiance, engagée au quotidien au service des Français au travers de ses trois grandes missions : la Stratégie monétaire, la Stabilité financière et les Services à l'économie. La contrepartie de cette indépendance est la transparence vis-à-vis de nos concitoyens quant au résultat de nos missions. Mais plus spécifiquement, la Banque de France veille à deux exigences en cohérence avec les défis précités de compétitivité publique et de formation.

En premier lieu, la Banque de France est déterminée à mener sa propre transformation, pour rendre un service public encore plus performant. C'est l'objet du plan stratégique **Ambitions 2020**, autour de trois engagements forts : être en Europe la banque centrale des marchés, le superviseur de référence et un acteur majeur du fiduciaire ; être en France un service public de confiance et d'excellence ; et viser pour les managers et pour tous les agents une vie au travail modernisée et simplifiée. En 2017, la Banque de France a déjà réduit de 9,6 % ses effectifs et baissé

de 4,1 % ses dépenses nettes d'activité par rapport à 2015. Elle a également lancé le Lab, un laboratoire d'innovation ouvert sur les *start-up* et les *fintechs*, et publié pour la première fois la satisfaction – à 86 % – de ses clients particuliers et PME.

La Banque de France est fortement impliquée dans l'**éducation économique et financière** des publics. En tant qu'opérateur de la stratégie nationale, elle coordonne l'ensemble des acteurs et des actions dans ce domaine. Elle a ainsi mis en ligne dès janvier 2017 un portail pédagogique appelé « Mes questions d'argent » et signé en octobre dernier une convention avec le ministère de l'Éducation nationale afin de mieux sensibiliser les enseignants et les élèves. Elle est, plus largement, engagée aux côtés des ménages les plus défavorisés, en agissant contre le surendettement et pour l'inclusion bancaire.

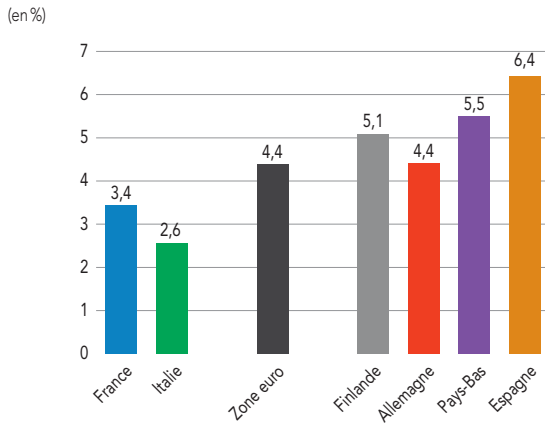
**

Ces deux défis – redresser la compétitivité, y compris publique, et diminuer le chômage structurel – sont totalement compatibles avec le modèle social européen et une croissance équitable : ils en sont même la condition.

Relever ces deux défis va contribuer à relever la croissance potentielle de la France, en stimulant la productivité d'une part et en augmentant la main-d'œuvre disponible d'autre part. La hausse de la croissance potentielle est une condition nécessaire pour garantir le modèle social que la France partage avec ses voisins européens, en particulier en assurant le financement du système de santé et des retraites à long terme.

¹⁹ OCDE (2018), *Opportunities for all – A framework for policy action on inclusive growth*, mai.

Graphique 14 Croissance cumulée du PIB, 2016-2017

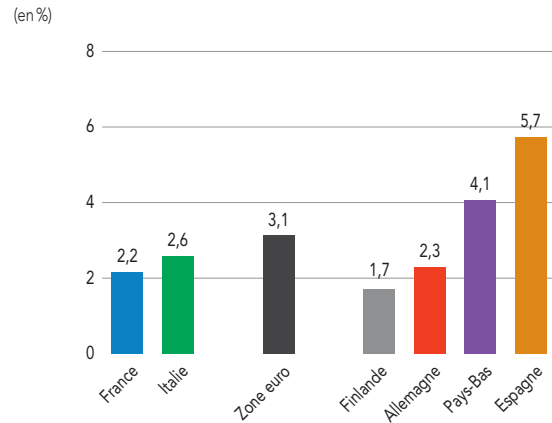


Source : Eurostat.

L'exemple de nos voisins montre qu'une mobilisation collective en ce sens est possible, dans le respect du modèle social européen (cf. graphiques 14 et 15). Après nombre d'autres, la Finlande en est le dernier exemple au sein de la zone euro²⁰.

L'Europe peut être fière de son modèle social ; les pays de la zone euro en partagent en effet les trois composantes : un haut niveau de services publics dont l'éducation, des inégalités mieux maîtrisées et une forte intensité du dialogue social. Ce modèle social n'est pas antagoniste du succès économique, dès lors que les réformes sont menées. Beaucoup de nos voisins ont suivi avec

Graphique 15 Croissance cumulée de l'emploi marchand, 2016-2017



Source : Eurostat.

succès ce chemin de compatibilité, et la France peut à son tour l'emprunter avec confiance. Ces réformes nationales sont une clé pour ancrer durablement l'effet favorable de la politique monétaire de l'Eurosysteme. Elles ne sont en rien exclusives de l'indispensable réforme de la zone euro (cf. partie 2) ; bien au contraire, elles la rendent encore plus légitime et urgente. Si la France « saisit sa chance » aujourd'hui par sa propre stratégie, elle est d'autant plus forte pour demander à l'Europe de saisir la sienne. Dans un environnement international encore favorable mais fragile, le plus grand risque serait d'attendre sans agir. « Il faut oser ou se résigner à tout²¹. »

20 Un plan tripartite de réformes entre l'État, les syndicats de salariés et les syndicats d'employeurs a été signé en juin 2016. La Finlande a rapidement bénéficié d'une augmentation de la croissance du PIB, à environ 3% en 2017. Le taux de chômage est revenu à 8,4% et les prévisions sur les prochaines années sont très favorables.

21 Tite-Live.

Paris, le 18 juin 2018

François Villeroy de Galhau