

Comment réduire l'inflation ?

Lettre adressée à
Monsieur le Président de la République,
Monsieur le Président du Sénat et
Madame la Présidente de l'Assemblée nationale

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

Juillet 2022



SOMMAIRE

SYNTHÈSE	4
1 LE RETOUR DE L'INFLATION	5
1.1 UNE INFLATION LARGEMENT IMPORTÉE, MAIS QUI S'INTERNALISE ET S'ÉLARGIT	6
Un phénomène dont l'origine est essentiellement externe	6
Une inflation désormais également « interne »	7
1.2 LES CONSÉQUENCES SUR LE POUVOIR D'ACHAT ET LES SALAIRES	8
1.3 LES ANTICIPATIONS D'INFLATION, ET LES PRÉVISIONS	10
2 FACE À L'INFLATION, LA NÉCESSAIRE NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	11
2.1 UNE NORMALISATION MONÉTAIRE INDISPENSABLE	12
2.2 DES CONDITIONS DE FINANCEMENT QUI REVIENNENT VERS LA NORMALE	13
Pour les particuliers et les entreprises	13
Les conséquences pour la soutenabilité de la dette publique	14
3 POUR RÉDUIRE L'INFLATION ET ACCROÎTRE LA CROISSANCE, PROMOUVOIR DES POLITIQUES DE L'OFFRE DANS LA DURÉE	15
3.1 DEUX « GRANDES TRANSFORMATIONS » EUROPÉENNES	16
La transformation écologique et énergétique	16
La transformation numérique, avec également des enjeux de productivité	16
Combiner les financements publics et privés	17
3.2 UN DÉFI PLUS SPÉCIFIQUE À LA FRANCE : L'OFFRE DE TRAVAIL, ET SA QUALIFICATION	17
CONCLUSION	19
ANNEXE	20
GLOSSAIRE	21

SYNTHÈSE

Cette *Lettre* est naturellement consacrée à l'inflation, redevenue la première préoccupation des Français, et au cœur de la mission de stabilité des prix de la Banque centrale. La hausse des prix a significativement accéléré depuis un an, pour atteindre 6,5 % en France¹ à fin juin, soit un niveau nettement trop élevé même s'il reste, après Malte, le plus bas de la zone euro (qui est en moyenne à 8,6 %). Mais cette hausse a en outre changé de nature : elle garde certes une forte composante importée par l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières, amplifiée par le choc de la guerre russe en Ukraine. Depuis quelques mois, l'inflation s'est cependant élargie à l'ensemble des biens et services, et est devenue également interne : l'inflation « sous-jacente² », hors énergie et alimentation, atteint 3,3 % en France (et 3,7 % dans la zone euro), nettement au-delà de notre objectif de 2 %.

Les Français ressentent fortement le recul en conséquence du pouvoir d'achat, plus même que les projections en moyenne. Toutefois, les mesures gouvernementales – avec un coût budgétaire significatif, et qui devraient autant que possible demeurer temporaires et ciblées –, l'indexation favorable du Smic, et les négociations salariales en cours – qui doivent rester décentralisées – pourraient limiter ce recul à une moyenne d'environ 1 % en 2022, avant de retrouver la tendance antérieure à la hausse. Les plus défavorisés de nos concitoyens, et les habitants en zone rurale qui consomment davantage d'énergie, ressentent cependant davantage ces difficultés financières. La Banque de France est mobilisée auprès des Français à travers ses actions contre le surendettement et pour l'inclusion bancaire. Les anticipations des acteurs économiques, y compris désormais des entreprises, montrent une crainte que ce retour de l'inflation ne soit durable : elles sont une raison supplémentaire pour que la politique monétaire réagisse.

*
**

Dans nos divers scénarios, l'inflation européenne et française devrait revenir autour de 2 % en 2024 : ce n'est pas seulement une prévision, c'est notre ferme engagement à moyen terme. L'Eurosystème normalisera sa politique monétaire autant que nécessaire : d'abord en sortant des mesures exceptionnelles prises lorsqu'il y avait, notamment au début de la crise Covid, danger de déflation (dont la fin des taux négatifs d'ici septembre). Ensuite en poursuivant le relèvement de ses taux pour atteindre au cours des trimestres ultérieurs un niveau « neutre », entre 1 et 2 % à court terme. Enfin en n'allant, au-delà de cette normalisation, vers un éventuel resserrement que si les données d'inflation le requièrent. Autrement dit, la Banque centrale européenne (BCE) comme la Réserve fédérale (Fed) américaine ou d'autres banques centrales suivent la même direction, mais la situation européenne n'oblige pas la BCE à aller nécessairement aussi vite ou aussi loin.

Cela signifie pour les ménages et les entreprises le retour vers des conditions plus normales de taux d'intérêt, après des années exceptionnellement basses. En l'absence de nouveau choc énergétique, la phase de normalisation ne provoquera pas une

récession, les taux réels – déduction faite de l'inflation attendue – restant très favorables. Du côté de la dette publique néanmoins, l'illusion de dépenses sans coût et sans limites est terminée : face à des coûts d'emprunt durablement plus élevés, la France doit retrouver la maîtrise de son endettement public. Le faire redescendre d'ici quelques années en dessous de 100 % du produit intérieur brut (PIB), au niveau pré-Covid, est possible, si avec persévérance nous nous mobilisons autour d'un effort juste : priorité aux dépenses d'avenir comme l'éducation, meilleure efficacité des dépenses courantes de fonctionnement par un vrai management public, prudence sur des baisses d'impôts ou de charges difficilement finançables. À défaut, nous transmettrons à notre jeunesse, à côté d'une dette climatique qui l'inquiète légitimement, une dette financière qui obérera son avenir.

*
**

Les politiques passées de soutien à la demande (monétaire et budgétaire) ont donc perdu à la fois de leur pertinence et de leur espace de manœuvre. Reste en relais un levier essentiel pour à la fois réduire l'inflation et augmenter notre potentiel de croissance : activer des politiques pour « muscler » notre capacité productive, permettant des transformations durables. Deux d'entre elles sont communes à l'ensemble de l'Europe, la transformation écologique – dont un effort relancé d'économies d'énergie – et la transformation numérique. Elles doivent pouvoir mobiliser les ressources publiques mais surtout privées européennes. Un défi est plus spécifique à la France : l'augmentation de l'offre de travail disponible, et de sa qualification. Malgré le ralentissement actuel, 55 % des entreprises françaises font état de difficultés de recrutement ! Les remèdes à notre déficit d'emplois dépendent de nos seuls choix nationaux : augmenter l'emploi des jeunes suppose d'accélérer encore sur l'apprentissage et la formation professionnelle ; avoir davantage de seniors au travail pose la question d'une réforme des retraites juste, et d'un réel engagement des employeurs. Augmenter notre potentiel de croissance de 0,5 % par an – tout en rendant cette croissance plus verte et plus juste –, c'est nous donner les moyens de limiter les tensions inflationnistes, et surtout d'atteindre de vrais progrès économiques et sociaux : plein-emploi d'ici cinq à dix ans, financement des grands investissements écologiques et numériques, et hausse soutenable du pouvoir d'achat sans peser plus sur nos finances publiques.

Le choc induit par la guerre russe en Ukraine alourdit l'environnement économique, et le risque existe de tensions encore additionnelles sur l'énergie. Cette *Lettre* dit cependant deux convictions : la France avec la zone euro peut réduire l'inflation ; et notre pays réussira à surmonter ce choc s'il en répartit le coût de façon équitable entre entreprises, ménages et administrations publiques, et si au-delà il mobilise dans la durée ses réels atouts.

1 Il s'agit de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), supérieur à l'indice des prix à la consommation (IPC), qui s'établissait à 5,8 % en juin selon l'estimation

de l'Insee au 30 juin (cf. encadré 1 et glossaire).

2 Cf. encadré 1 et glossaire.

Cette *Lettre* adressée selon la tradition républicaine au Président de la République et aux Présidents des deux Assemblées est cette année centrée sur l'**inflation**¹. Celle-ci est en effet devenue la première préoccupation des Français et des Européens, y compris à travers ses effets ressentis sur le pouvoir d'achat. À l'origine, la montée de l'inflation s'explique essentiellement par des chocs d'offre externes, jusqu'à l'invasion de l'Ukraine par la Russie fin février. Depuis lors, elle s'est non seulement intensifiée mais aussi élargie et « internalisée » (1).

En conséquence, une **normalisation** monétaire est aujourd'hui pleinement justifiée. La Banque de France et la Banque centrale européenne (BCE) réaffirment avec force leur engagement à ramener l'inflation à 2 % à moyen terme (2).

Dans ce contexte économique profondément modifié, des politiques pour « muscler » notre offre productive doivent en outre aujourd'hui prendre le relais du soutien à la demande. Elles contribueront à la maîtrise de l'inflation et permettront d'augmenter la **croissance potentielle** (3).

Le retour de l'inflation

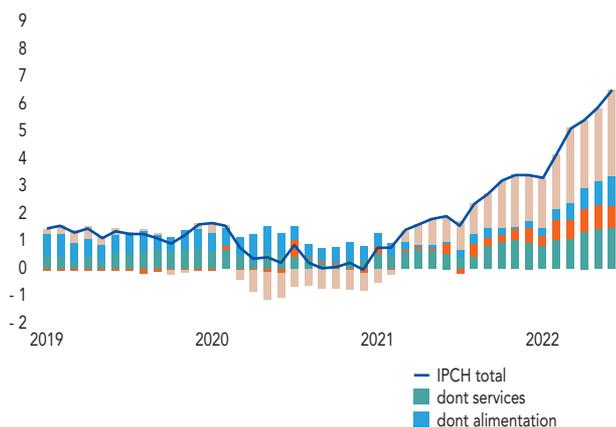
La hausse des prix connaît actuellement une forte accélération en zone euro, à + 8,6 % en juin 2022, et touche un nombre de produits de plus en plus important. L'**inflation sous-jacente**, hors énergie et alimentation, a ainsi nettement augmenté depuis 2021, atteignant en juin + 3,7 % en zone euro. Les taux d'inflation sont très hétérogènes au sein de la zone euro, allant jusqu'à 22 % en Estonie. La France, avec une inflation totale de + 6,5 % et une inflation sous-jacente de + 3,3 % en juin, connaît le taux le moins élevé de la zone euro avec Malte (6,1 %) ².

Ces niveaux trop élevés marquent un retournement après une longue période d'inflation trop faible. L'inflation avait effectivement été en moyenne nettement inférieure à 2 % depuis 2015, et était même descendue à 0,5 % en France (0,3 % en zone euro) en 2020 du fait de la crise Covid (*cf. graphique 1*).

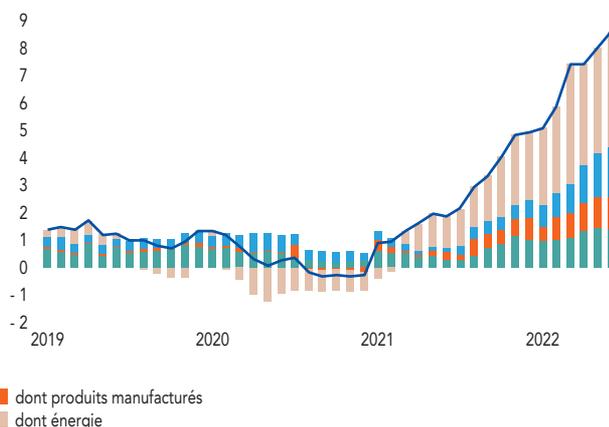
Graphique 1 Inflation et composantes

(en %, en glissement annuel)

a) En France



b) En zone euro



Notes : Dernières données à juin 2022.
IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.
Sources : Eurostat, calculs Banque de France.

1 Les mots apparaissant en bleu dans le texte sont définis dans le glossaire.

2 Estimations provisoires à fin juin.

Encadré 1

QU'EST-CE QUE L'INFLATION ?

Définition et mesures

L'inflation est définie comme une hausse des prix généralisée et autoentretenue : généralisée quand les prix d'un nombre toujours plus élevé de produits augmentent; autoentretenue quand les prix de vente augmentent au-delà de la hausse des coûts, par anticipation d'une inflation future. La hausse des prix est mesurée, sur une période donnée, par l'indice des prix à la consommation, produit pour la France par l'Insee.

Si chaque pays possède son propre indice des prix à la consommation (IPC), une mesure harmonisée (IPCH) a également été instaurée afin de permettre des comparaisons européennes : en France, l'IPCH (6,5 %) se trouve être aujourd'hui légèrement supérieur à l'IPC (5,8 %¹) en raison notamment d'une pondération plus importante de l'énergie. Mais leurs évolutions sont similaires. Les indices de prix couvrent l'ensemble de la consommation des ménages regroupée en quatre grands postes : énergie, alimentation, produits industriels, services. Le poids de chaque poste dépend de son importance dans la consommation totale des ménages, et varie donc dans le temps.

Pondérations dans l'IPCH, France

(en %)

	1997	2022
Énergie	9	10
Alimentation	24	21
Produits industriels	30	25
Services	37	44

Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.

Source : Eurostat.

L'inflation sous-jacente

Les prix de certains biens sont très volatils, comme ceux des carburants et de certains produits alimentaires, car ils dépendent des marchés internationaux.

L'inflation dite « sous-jacente » vise donc à mieux mesurer la tendance fondamentale de long terme. Plusieurs indicateurs peuvent être utilisés pour la mesurer². L'indicateur traditionnel est l'IPCH hors énergie et alimentation. En 2020, il avait accusé une forte baisse – passant par exemple de 1,2 % en juillet à 0,4 % en août – due à quelques postes qui avaient chuté pendant la crise Covid (hôtellerie, restauration, voyages). En revanche, en 2021 et 2022, tous les indicateurs renvoient une image concordante qui signale une remontée de l'inflation sous-jacente.

1 Estimations Insee au 30 juin 2022.

2 IPCH à moyenne tronquée et IPCH sous-jacent à exclusion : cf. Lalliard (A.) et Robert (P.-A.) (2022), « Un nouvel indicateur possible pour mesurer l'inflation sous-jacente en zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 240/1, mai-juin.

Plus tôt que dans la zone euro, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni a accéléré fortement dès l'été 2021 pour atteindre 8,6 % et 9,1 % respectivement en mai 2022. Par contraste, la hausse des prix est bien plus faible en Asie, notamment au Japon et en Chine (2,5 % et 2,1 % en mai). La zone euro se trouve désormais dans une situation intermédiaire, avec un taux d'inflation totale qui se rapproche nettement des pays anglo-saxons, mais avec une inflation sous-jacente plus contenue (cf. *annexe*).

1.1 Une inflation largement importée, mais qui s'internalise et s'élargit

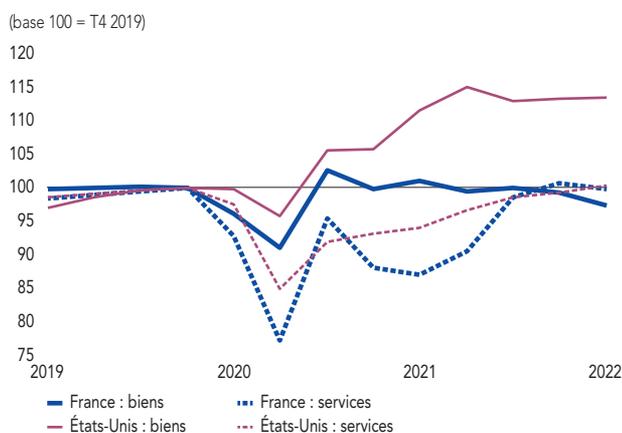
Un phénomène dont l'origine est essentiellement externe

Les facteurs expliquant l'accélération de l'inflation se sont cumulés depuis mi-2021. Une large part de l'inflation de la zone euro était, et est toujours, « importée³ ». Des tensions sur les prix des matières premières et des difficultés

croissantes d’approvisionnement⁴ sont d’abord apparues, en lien avec la forte reprise économique mondiale en sortie des mesures de confinement. Ces difficultés se sont nettement accentuées au début de 2022 avec le déclenchement de la guerre russe en Ukraine, ainsi qu’avec le rétablissement de mesures de confinement dans certaines régions de Chine.

La vigueur du redressement de la demande mondiale a notamment été amplifiée par un emballement aux États-Unis, où des mesures de relance budgétaire surdimensionnées et les confinements ont amené les ménages à augmenter fortement leur consommation de biens – plutôt que de services (cf. graphique 2).

Graphique 2 Consommation de biens et services en France et aux États Unis

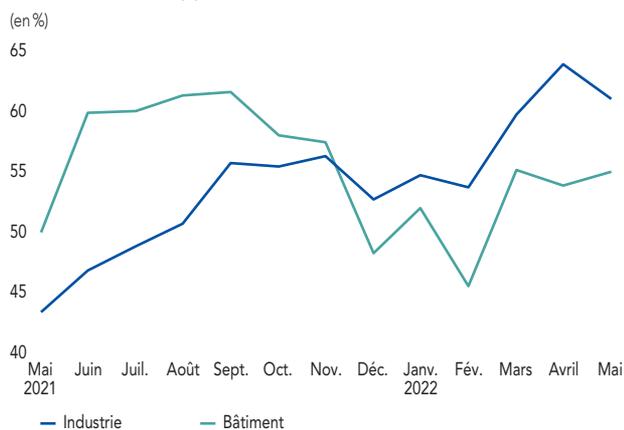


Les marchés de biens étant mondiaux, les goulets d’étranglement et les tensions résultantes sur les prix ont également touché la zone euro, alors même que celle-ci n’était pas en situation de surchauffe de la demande. En France, par exemple, la consommation de biens et services a seulement retrouvé son niveau d’avant-crise. Les conséquences de la guerre en Ukraine sont venues s’ajouter aux tensions préexistantes : les prix du pétrole et du gaz ont ainsi augmenté de 18 % et 46 %⁵, après une hausse de 64 % et 342 % déjà entre début 2021 et le début de la guerre.

Économiquement, cette inflation importée a un effet analogue à un prélèvement sur les revenus de tous : pour obtenir la même quantité de biens, il est nécessaire de payer plus cher. Ce prélèvement est estimé à environ 170 milliards d’euros entre le deuxième trimestre 2021 et le premier trimestre 2022 pour la zone euro, soit 1,3 % de son produit intérieur brut (PIB)⁶ ; pour la France, il représente 32 milliards d’euros sur la même période, soit 1,3 % du PIB également.

Ces chocs et leurs conséquences ont surpris tous les prévisionnistes, en particulier sur l’énergie et l’alimentation (qui expliquent à elles seules les trois quarts de la sous-estimation des prévisions d’inflation). Dans ce contexte, il est de plus en plus crucial de compléter les modèles macroéconomiques de prévision par des données recueillies au niveau des entreprises, comme le fait la Banque de France chaque mois en particulier sur les difficultés d’approvisionnement (cf. graphique 3).

Graphique 3 Part des entreprises françaises indiquant des difficultés d’approvisionnement



Une inflation désormais également « interne »

Pour les entreprises, la diffusion des hausses de coûts de production dans leurs prix de vente n’est pas mécanique. Selon la situation de la demande et leur pouvoir de fixation des prix, les entreprises en supportent tout ou partie en diminuant leurs marges, ou en les répercutant majoritairement dans leurs prix de vente.

En France, par exemple, la proportion d’entreprises qui ont augmenté leurs prix de vente au cours du mois écoulé atteint désormais des niveaux très élevés : en mai, 42 % dans l’industrie et 58 % dans le bâtiment⁷, contre 7 % et 5 % respectivement en moyenne chaque mois entre 2010 et 2019. L’inflation touche aussi désormais les services pourtant peu directement affectés par l’inflation importée, avec 25 % des entreprises interrogées qui déclarent avoir relevé leurs prix

3 De Bandt (O.) et Carluccio (J.) (2022), « La mondialisation et ses répercussions sur l’inflation », *Bulletin de la Banque de France*, n° 240/4, mai-juin.

4 Gebauer (S.) (2022), « L’importance des goulets d’étranglement au niveau de l’offre en France », *Bloc-notes Éco*, billet n° 252, Banque de France, janvier.

5 Variations entre le 23 février et le 21 juin 2022.

6 Lagarde (C.) (2022), « Monetary policy normalisation in the euro area », *ECB Blog*, billet, 23 mai.

7 Banque de France, *Point sur la conjoncture française à début juin 2022*.

au cours du dernier mois. L'inflation est donc non seulement plus élevée, elle est désormais plus « large » car elle s'étend à un plus grand nombre de produits. En conséquence, l'inflation hors énergie et alimentation dépasse également notre objectif de 2 %, à 3,3 % en France fin juin.

1.2 Les conséquences sur le pouvoir d'achat et les salaires

L'inflation se répercute très concrètement sur le pouvoir d'achat des ménages, dont la variation résulte de l'évolution comparée des revenus et des prix. L'année 2022 devrait se caractériser par une perte moyenne de pouvoir d'achat par habitant d'environ 1 % dans notre scénario central ; elle succède cependant à plusieurs années de hausse continue (cf. graphique 4), même si elle n'est pas perçue comme telle.

Graphique 4 Évolution du pouvoir d'achat par habitant en France



Sources : Insee, Banque de France (prévision 2022).

Évolution cumulée du pouvoir d'achat par habitant en France

(en %)

	2000-2021	2000-2015	2015-2021
Variation	+ 22	+ 13	+ 8

Sources : Insee, calculs Banque de France.

Cette perte moyenne de pouvoir d'achat masque des disparités marquées dans l'inflation effectivement supportée par les ménages, elles-mêmes essentiellement expliquées par la part de l'énergie (chauffage, transport, etc.) dans les structures de consommation. Selon l'Insee⁸, des différences notables ont été relevées entre catégories d'âge, les plus de 75 ans supportant en moyenne une inflation supérieure de près de 2 points par rapport aux moins de 30 ans, au mois d'avril. L'inflation a un impact plus fort en zone rurale que dans les grandes villes, de l'ordre d'un point supplémentaire dans les dépenses totales. Et les écarts s'établissent à près de 0,5 point selon le décile de revenu, les ménages les plus modestes faisant face à une inflation plus forte comparativement aux ménages les plus aisés.

Des mesures gouvernementales (cf. encadré 2) ont significativement contribué à atténuer l'inflation en France, de presque 2 points en 2022. Pour autant, de telles mesures doivent dans la mesure du possible rester temporaires : sinon, elles vont peser chaque année sur notre déficit et notre dette publics. Les économistes alertent en outre sur les effets négatifs de prix durablement subventionnés, qui « distordent » l'adaptation nécessaire de nos comportements de consommation et empêchent les économies d'énergie. Dans la durée, la solution efficace à l'inflation n'est pas budgétaire, elle est monétaire (cf. partie 2), et doit être relayée par des politiques plus structurelles (cf. partie 3).

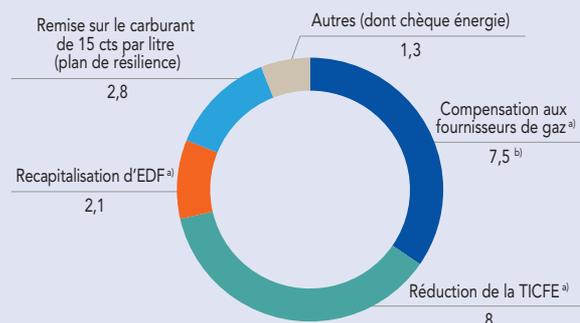
Encadré 2

LES PREMIÈRES MESURES GOUVERNEMENTALES COMPENSATOIRES FACE À LA HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE EN FRANCE

Avant même la loi sur le pouvoir d'achat envisagée, le gouvernement a déjà mis en place un certain nombre de mesures pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie, telles que le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité, la remise sur le carburant, le chèque énergie, ou encore l'indemnité exceptionnelle liée à l'inflation en 2021. Le coût total de ces mesures, essentiellement concentré sur 2022, s'élève à près de 29 milliards d'euros, soit 1,1 % du produit intérieur brut (PIB).

Mesures de compensation en France en 2022 face à la hausse des prix de l'énergie

(en milliards d'euros)



a) Bouclier tarifaire.

b) Estimation Banque de France pour un gel du prix du gaz jusqu'à la fin 2022 selon les prix à terme.

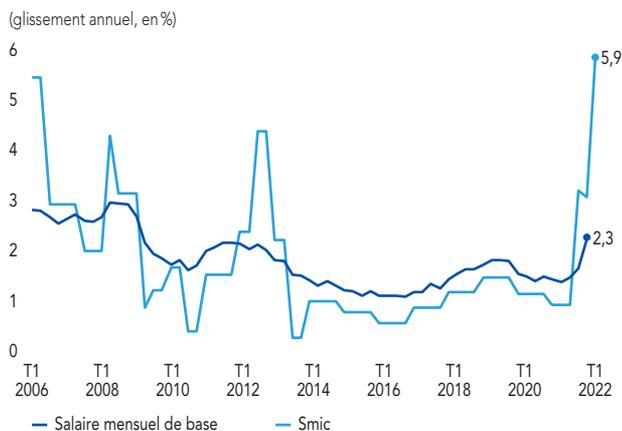
Notes : TICFE, taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité. Estimations établies en juin 2022 (avant loi de finances rectificative), concentrées sur les principales mesures.

Source : Légifrance.

Pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages moins favorisés, l'**indexation** sur l'inflation de certaines prestations sociales (+ 1,8 % en janvier pour le RSA ou les retraites notamment, avant une nouvelle hausse de + 4 % prévue en juillet) et du salaire minimum (+ 5,9 % sur un an, soit un peu plus que l'inflation – cf. *graphique 5*) sont également des mesures significatives.

Cette forte revalorisation du salaire minimum a contribué à la relance des négociations salariales, pour mettre les grilles salariales en conformité avec le **Smic**. Plus globalement, les partenaires sociaux prennent évidemment en compte le retour actuel de l'inflation. Les **accords de branche** conclus au premier semestre contiennent des hausses de salaire autour de 3 % en moyenne (assorties dans certains cas de clauses de revoyure liées à l'inflation)⁹, alors qu'elles étaient proches de 1 % ces dernières années. Sur l'ensemble de l'année 2022, la prévision de la Banque de France est une augmentation d'environ 5 % du salaire moyen par tête¹⁰. Ce rythme reviendrait autour de 3 % par an à partir de 2024, correspondant à une inflation ramenée à 2 % plus un gain de productivité de l'ordre de 1 %.

Graphique 5 Évolution du Smic et du salaire mensuel de base en France

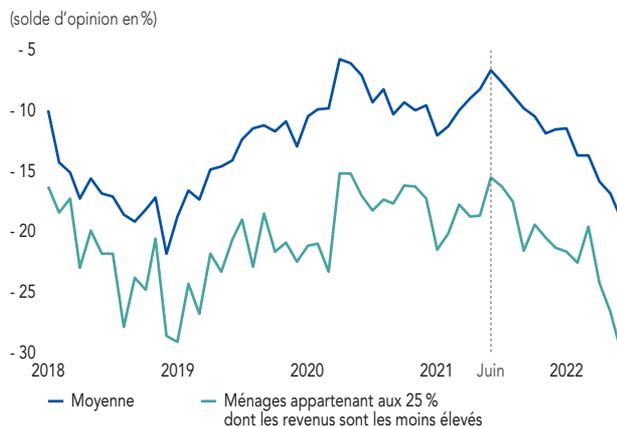


Source : Dares.

L'abandon depuis les années 1980 des mécanismes généralisés d'indexation automatique des salaires devrait contribuer à éviter l'enclenchement d'une spirale prix-salaires récurrente. Celle-ci serait *in fine* perdante pour les ménages comme pour les entreprises, ainsi qu'on l'avait vu lors des chocs pétroliers des années 1970. Le maintien de négociations salariales décentralisées (dans l'entreprise ou la branche), au plus près de la réalité économique et du dialogue social, en est d'autant plus nécessaire.

Même si en moyenne la baisse de leur pouvoir d'achat reste relativement modérée en 2022, les Français ressentent fortement cette situation. Selon l'enquête mensuelle de l'Insee, l'opinion des ménages sur leur situation financière personnelle de l'année passée se dégrade depuis mi-2021, particulièrement pour ceux qui ont les revenus les plus bas (cf. *graphique 6*)¹¹.

Graphique 6 Opinion des ménages en France sur leur situation financière passée



Notes : Dernières données à juin 2022.
Question posée : « Au cours des douze derniers mois, la situation financière de votre foyer s'est améliorée (+) / est restée stationnaire / s'est dégradée (-) ? »
Le solde d'opinion est calculé en faisant la différence entre les pourcentages de réponses positives et négatives.

Source : Commission européenne.

Ce ressenti sensiblement plus négatif que les statistiques appelle l'attention en France depuis plusieurs années¹². Il conduit à approfondir deux dimensions : au-delà des seules moyennes, la **distribution** par catégorie des hausses de prix et de revenu, les chiffres sur les inégalités n'étant traditionnellement disponibles qu'avec décalage ; « l'asymétrie » des perceptions des consommateurs, naturellement plus sensibles aux prix en hausse qu'à ceux en baisse ou stables, ainsi qu'aux achats plus fréquents comme le plein d'essence ou l'alimentation.

8 Insee (2022), « Guerre et prix », *Note de conjoncture*, juin. Se reporter en particulier à l'éclairage suivant, en page 25 : « Selon leurs dépenses d'énergie et d'alimentation, certaines catégories de ménages sont exposées à une inflation apparente pouvant différer de plus d'un point par rapport à la moyenne. »

9 Gautier (E.) (2022), « Les hausses de salaires négociés pour 2022 : où en est-on ? », *Bloc-notes Éco*, billet n° 269, Banque de France, mai.

10 Y compris mesures individuelles et effets d'entrées-sorties (cf. recrutements et départs).

11 Insee, Enquête de conjoncture auprès des ménages mensuelle (Camme) ; Commission européenne.

12 Banque de France (2019), « Les acquis et les défis de l'euro, 20 ans après sa création », *Lettre au Président de la République*, avril, p. 7-11.

Avec les associations, la Banque de France est fortement mobilisée en faveur de nos concitoyens les plus fragiles, à travers ses actions contre le surendettement, sur les fichiers d'incidents, ainsi que pour l'accès aux services bancaires et la limitation de leurs coûts. Elle publie régulièrement la mesure de ses interventions en ce sens¹³, qui ne montre cependant pas à ce stade d'augmentation sensible des difficultés de financement ; la Banque de France y reste naturellement très vigilante.

Vue plus globalement, la question est de savoir comment notre pays se mobilise pour « absorber » et répartir le coût du choc Ukraine : celui-ci est incontestablement négatif, avec un prélèvement extérieur (*cf. supra*) qui dépasse déjà 1 % de PIB ou 30 milliards d'euros sur un an. Par rapport au choc Covid de 2020, celui-ci est cependant beaucoup moins significatif sur l'activité : le PIB avait reculé de - 8 % en 2020 ; il devrait croître de + 2,3 % cette année. Il ne justifie donc nullement un nouveau « quoi qu'il en coûte », que la situation de nos finances publiques (*cf. infra*) rendrait par ailleurs très difficile. L'amortisseur public doit donc jouer de façon plus partielle, par des mesures ciblées de soutien au pouvoir d'achat. Il ne peut cette fois se substituer complètement à un effort équitablement réparti : de la part des entreprises, qui verront une diminution limitée de leurs marges – à partir du niveau record de 34 % atteint en 2021, celles-ci redescendraient vers 31 % en 2024, soit un niveau proche du pré-Covid – ; et de la part des ménages avec le ralentissement pour un temps de leur pouvoir d'achat, tout en veillant à une attention particulière pour les plus défavorisés. Ce partage de l'effort est la condition de l'équité, mais aussi de l'efficacité économique pour que notre pays puisse sortir de ce choc avec chacun des grands acteurs économiques (entreprises, ménages, administrations publiques) suffisamment solide.

1.3 Les anticipations d'inflation, et les prévisions

Ces évolutions laissent aujourd'hui penser que nous risquons de nous trouver face à un nouveau régime en matière d'inflation. Toute une génération de consommateurs, de salariés et d'entrepreneurs dans les économies avancées n'avait jusqu'ici jamais connu d'inflation significative. Cela pourrait conduire à un changement dans la « psychologie » de l'inflation¹⁴ au sein de la société et parmi les décideurs économiques.

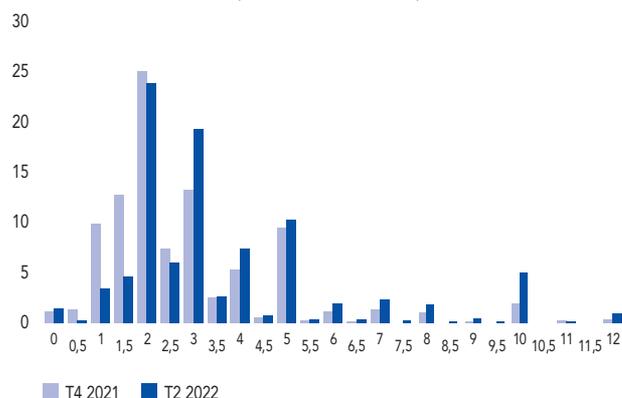
Des anticipations d'inflation à long terme bien « ancrées », c'est-à-dire stables et proches de la cible de la banque centrale, sont un facteur essentiel de stabilité des prix. Pour évaluer si ces anticipations sont ainsi ancrées il convient

de considérer non seulement leur niveau mais d'abord et surtout leur évolution. En outre, ce sont les anticipations à moyen terme (trois à cinq ans) qui importent le plus du point de vue de la politique monétaire, car celles à un an sont fortement influencées par les fluctuations temporaires de l'inflation.

Les anticipations d'inflation à moyen et long terme des *prévisionnistes professionnels* et des *marchés* restent suffisamment proches de notre cible de 2 %. Les *prévisionnistes professionnels* s'attendent à une inflation de 2,1 % en 2026¹⁵ ; et en juin, les *marchés* anticipent une inflation moyenne d'un peu moins de 2,2 % à cinq à dix ans¹⁶. S'agissant des *entreprises*, notre nouvelle enquête trimestrielle¹⁷ montre par contre que la progression de leurs anticipations sur trois à cinq ans a été plus significative, passant (pour la *médiane*) de 2 % au quatrième trimestre 2021 à 3 % au deuxième trimestre 2022¹⁸. Le taux de 2 % reste néanmoins la réponse la plus fréquemment donnée par les entreprises (*cf. graphique 7*).

Graphique 7 Anticipations des entreprises sur l'inflation en France à 3-5 ans

(en abscisse, taux d'inflation anticipée ; en ordonnée, % de réponses)



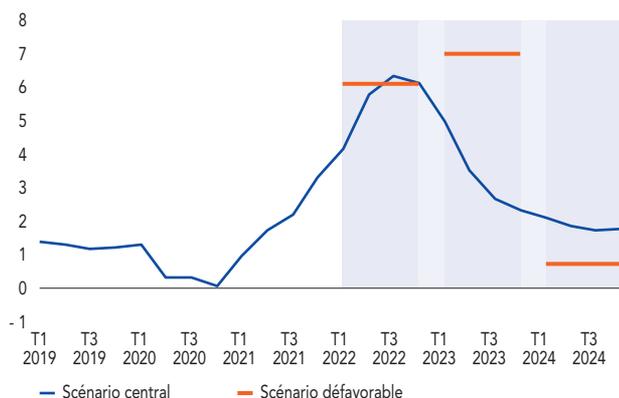
Source : Banque de France, Bloc-notes Éco (n° 275).

Les *ménages* sont traditionnellement la catégorie d'agents économiques dont les anticipations d'inflation sont les plus élevées. L'anticipation d'inflation médiane des ménages européens à horizon un an s'établissait ainsi à 5,9 % en juin¹⁹. Les anticipations d'inflation à un an sont plus généralement en hausse, en relative cohérence avec nos **prévisions d'inflation**²⁰ – et celles des *prévisionnistes professionnels* – qui resteraient élevées jusqu'à début 2023. Mais ensuite, dans notre scénario central, la disparition progressive de la composante énergie – à l'origine de l'essentiel du choc de prix datant de début 2022 – et

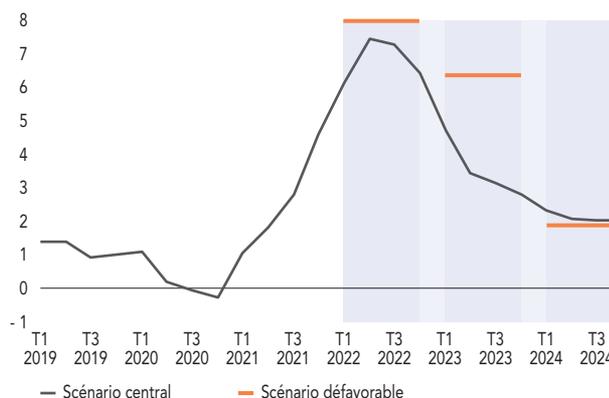
Graphique 8 Projection d'inflation à l'horizon 2024

(en %)

a) En France



b) En zone euro



Note : Pour le scénario défavorable, prévisions annuelles.

Sources : Eurostat, projections BCE et Banque de France de juin 2022.

l'effet de la normalisation monétaire (cf. partie 2) devraient entraîner une réduction sensible de l'inflation annuelle qui en zone euro comme en France reviendrait autour de 2 % en 2024 (cf. graphique 8). Ces projections sont bien sûr très dépendantes de l'évolution future des prix de l'énergie : dans un scénario dégradé, avec une nouvelle augmentation forte de ceux-ci, la poussée 2023 resterait importante ; mais également dans ce scénario, l'inflation sous-jacente – hors énergie et alimentation – redescendrait autour de 2 % en 2024.

2

Face à l'inflation, la nécessaire normalisation de la politique monétaire

La lutte contre une inflation trop élevée relève de la responsabilité de l'Eurosystème : son mandat est en effet centré sur la stabilité des prix, définie par une inflation de 2 % à moyen terme²¹. Ce taux d'inflation de 2 % est en quelque sorte la « température d'équilibre » de l'économie, reflétant un bon équilibre entre offre et demande.

En régime d'inflation trop basse, en dessous de 2 %, l'économie est comme anémiée, avec une demande insuffisante et le risque d'une spirale déflationniste. C'est la situation qui a prévalu en zone euro de 2014 à 2021 et a justifié une politique monétaire exceptionnellement accommodante à travers plusieurs mesures dites **non conventionnelles**²².

Pour augmenter le taux d'inflation, l'Eurosystème avait alors rendu l'argent :

- plus abondant, avec des mesures d'augmentation de son bilan (programmes d'achats de titres et opérations de refinancement à long terme – cf. graphique 9) ;
- moins cher, avec une baisse de ses **taux directeurs** (cf. graphique 10), et même un taux plancher négatif à -0,5 % depuis 2016, permettant la baisse de toutes les conditions de prêt à l'économie.

Cette politique monétaire accommodante s'est avérée nécessaire et efficace pour éviter le risque de **déflation**. Ce constat n'est pas remis en cause aujourd'hui : l'inflation trop élevée y tient d'abord et avant tout à la montée des

13 Cf. rapport annuel 2021 de l'Observatoire de l'inclusion bancaire (OIB) et baromètre mensuel de l'inclusion financière.

14 Carstens (A.) (2022), *The return of inflation*, discours, Banque des règlements internationaux, 5 avril.

15 BCE (2022), *Survey of Professional Forecasters (SPF)* – deuxième trimestre 2022, avril. Cette enquête trimestrielle collecte notamment des informations sur les anticipations d'inflation à différents horizons.

16 Anticipation de l'inflation à cinq ans dans cinq ans extraite des marchés dérivés sur l'inflation (swap).

17 Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation (<https://www.banque-france.fr/statistiques/anticipations-dinflation-2022t2>).

18 Bouche (P.), Demuyck (J.), Gautier (E.) et Savignac (F.) (2022), « Qu'anticipent les chefs d'entreprise sur l'inflation ? », *Bloc notes Éco*, billet n° 275, juin.

19 Commission européenne, calculs Banque de France.

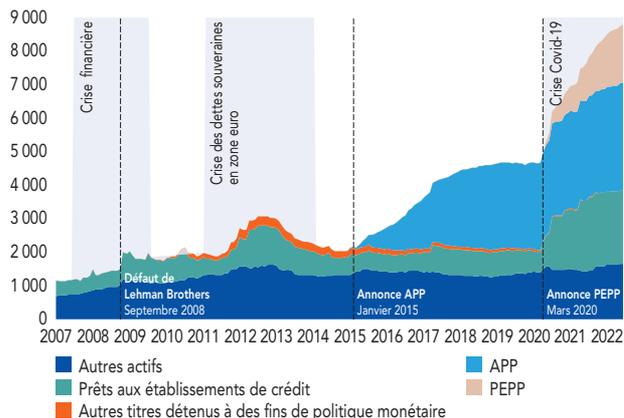
20 *Projections macroéconomiques France de la Banque de France et Projections macroéconomiques pour la zone euro de la BCE*, juin 2022.

21 Banque de France (2021), « La politique monétaire au-delà de la crise Covid », *Lettre au Président de la République*, juillet.

22 <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/cadre-operationnel-de-la-politique-monetaire/les-mesures-non-conventionnelles>

Graphique 9 Évolution du bilan de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Notes : Dernières données à mai 2022.

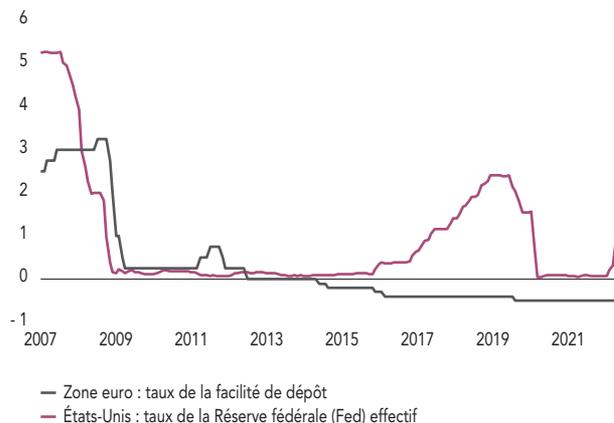
Stock des actifs de la BCE par type d'actif, en milliards d'euros.

APP, programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*); PEPP, programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*).

Sources : BCE, calculs de la Banque de France.

Graphique 10 Taux directeurs en zone euro et aux États-Unis

(en %)



Sources : Bloomberg, calculs de la Banque de France (dernières données au 17 juin 2022).

prix de l'énergie et aux goulets d'étranglement (*cf. partie 1*), qui n'ont pas été causés par le volume passé de liquidités en zone euro. Mais à présent, la situation s'est inversée et justifie la normalisation de la politique monétaire. Pour nous, BCE et Banque de France, le retour de l'inflation à notre objectif de 2 % n'est pas seulement une prévision pour 2024 : c'est notre engagement ferme à moyen terme.

2.1 Une normalisation monétaire indispensable

La normalisation de la politique monétaire conduit d'abord au retrait des mesures non conventionnelles, prises

exceptionnellement à partir de 2014 pour réagir à une inflation trop basse :

- Tout d'abord, l'Eurosystème met complètement fin aux programmes d'achats nets d'actifs. La BCE a arrêté en mars dernier les achats nets au titre du programme d'urgence face à la pandémie (PEPP). Depuis le 1^{er} juillet, l'Eurosystème a également cessé ceux du programme d'achats d'actifs (APP) activé en 2014 ;
- Ensuite, le relèvement des taux directeurs permettra de sortir rapidement des taux négatifs. Une première hausse de 25 points de base est prévue lors du Conseil des gouverneurs du 21 juillet 2022 et une seconde, potentiellement supérieure, aura lieu en septembre ²³.

Au cours des trimestres ultérieurs, un relèvement ordonné devrait permettre d'atteindre le « **taux neutre** », niveau d'équilibre théorique auquel il n'y a ni nouvelle accélération ni ralentissement monétaires de l'inflation. Le taux neutre est actuellement estimé entre 1 % et 2 % dans la zone euro.

Dans un contexte incertain, cette normalisation est guidée notamment par un principe d'« *optionalité* ». Les mesures de politique monétaire seront calibrées pragmatiquement en fonction des données et des prévisions les plus à jour. La BCE garde les mains libres, tout en évitant de surprendre les acteurs économiques et les marchés. En outre, la *flexibilité* des instruments utilisés assurera une transmission homogène de la politique monétaire à travers la zone euro afin de limiter les risques de fragmentation injustifiée. Lors de sa réunion exceptionnelle du 15 juin, au vu des écarts accrus entre taux souverains de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a décidé de faire preuve de cette flexibilité dans le réinvestissement des titres du PEPP arrivant à maturité, et d'accélérer son travail sur un nouvel outil en cours de conception. L'Eurosystème a toujours su éviter dans son action passée les risques de fragmentation au moyen d'outils adaptés, notamment en 2012 lors de la crise de la dette souveraine et en 2020 lors de la crise Covid.

Cette *normalisation* est encore loin d'un *resserrement* monétaire : les taux d'intérêt réels – déduction faite de l'inflation attendue – vont rester pour un certain temps encore significativement négatifs. Lorsque ces **taux nominaux** se rapprocheront du taux neutre, il faudra alors évaluer si ce niveau semble compatible avec des perspectives d'inflation stabilisées à 2 % à moyen terme, ou s'il faudra dépasser la zone de taux neutre et entamer un processus de resserrement comme il se dessine aujourd'hui aux États-Unis. Les risques de persistance de l'inflation y sont effectivement davantage liés à la demande, avec un marché du travail

plus tendu (cf. partie 1.3). Cela y explique l'accélération des hausses de taux²⁴, et en outre la réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale (Fed) entamée depuis juin. Autrement dit, la BCE suit la même direction que la Fed ou la Banque d'Angleterre : mais la situation européenne ne l'obligera pas nécessairement à aller aussi vite ou aussi loin.

Aujourd'hui, l'Eurosystème risquerait, selon certains, de provoquer une **récession** en luttant contre l'inflation à travers un renchérissement des crédits, entraînant une baisse des investissements et de la consommation. Ce « dilemme » supposé doit être relativisé : notre scénario central prévoit que la zone euro comme la France connaîtraient une croissance positive chaque année d'ici 2024, et échapperaient donc à la récession, sauf nouveau choc énergétique. Tant que nous sommes en phase de normalisation, la politique monétaire vise simplement à rétablir des conditions plus normales de financement. En outre, notre mandat donne clairement la priorité à la lutte contre l'inflation, et celle-ci est la priorité de nos concitoyens. Un enracinement durable de l'inflation conduirait à réduire la confiance, à augmenter les **primes de risque** des taux d'intérêt et les distorsions de prix, et donc finalement à amoindrir la croissance.

2.2 Des conditions de financement qui reviennent vers la normale

Pour les particuliers et les entreprises

Les conditions de financement ont été exceptionnellement favorables depuis plusieurs années, avec des taux nominaux et réels historiquement bas (cf. graphique 11).

L'augmentation des taux d'intérêt nominaux pour les crédits bancaires a commencé très progressivement depuis décembre 2021. Pour autant, les conditions d'accès au financement restent très favorables à l'activité économique. D'une part, s'agissant des crédits immobiliers déjà souscrits, les banques françaises pratiquent très majoritairement des taux d'intérêt fixes pour les crédits à l'habitat, qui protègent les ménages déjà emprunteurs de l'évolution future des taux. D'autre part, ce sont les **taux réels** – déduction faite de l'inflation attendue – qui déterminent le coût d'un emprunt. Or, malgré des taux immobiliers nominaux de 3 à 4 % il y a dix ans, ceux-ci s'élevaient alors en termes réels autour de 2 % ; ils sont même devenus négatifs depuis 2021, atteignant presque - 1,5 % en mai 2022. Le retour vers des taux nominaux plus normaux ne devrait donc pas excessivement pénaliser les ménages et les entreprises qui se financent majoritairement par crédits bancaires.

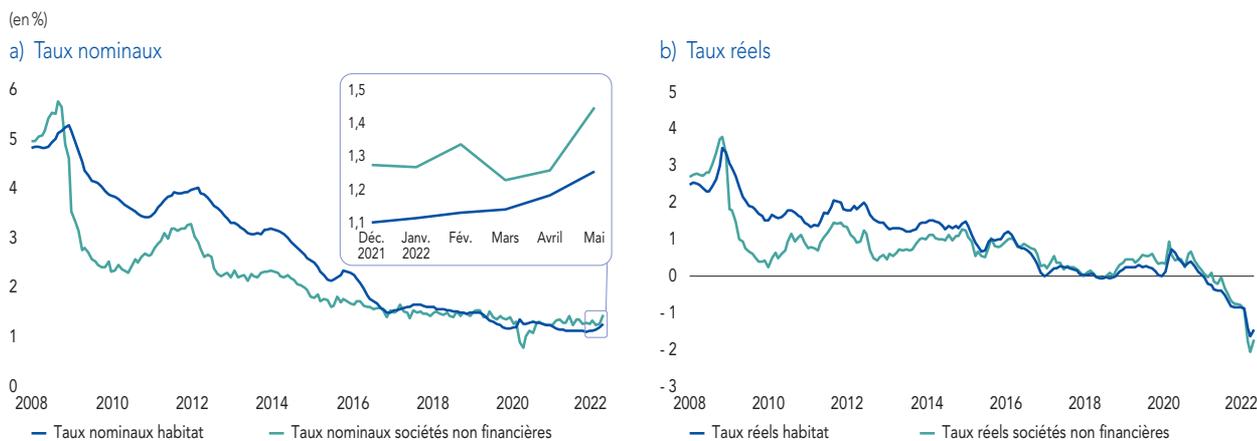
Les conditions de financement sur les *marchés* se sont cependant davantage resserrées au cours des derniers mois pour les entreprises. Ce mouvement est particulièrement marqué sur le segment le plus risqué (*high yield*), avec un retour aux conditions de taux nominal connues en 2018-2019. Par ailleurs les marchés actions suivent une tendance nettement baissière depuis le début de l'année. Les risques de marché sont ainsi jugés élevés au regard de certaines valorisations, avec un risque de correction²⁵. Le

23 Conseil des gouverneurs de la BCE, Amsterdam (2022), « Décisions de politique monétaire », communiqué de presse, 9 juin.

24 0,25 point de base en mars, puis 0,50 en mai et 0,75 en juin 2022.

25 Banque de France (2022), *Évaluation des risques du système financier français*, juin.

Graphique 11 Taux des crédits à l'habitat des ménages et aux sociétés non financières en zone euro



Note : Les taux réels sont calculés en retranchant des taux nominaux les anticipations d'inflation à 5 ans, s'agissant des crédits aux sociétés non financières, ou les anticipations d'inflation à 10 ans, s'agissant des crédits à l'habitat des ménages. Ces anticipations sont mesurées par les swaps d'inflation sur les marchés.

Sources : BCE, Eurostat, calculs Banque de France (dernières données à mai 2022).

maintien indéfini de taux exceptionnellement bas aurait contribué à augmenter encore les risques de survalorisation des actifs, et de correction brutale des marchés.

Pour faire face aux vulnérabilités du système financier, le Haut Conseil de stabilité financière a pris au cours des dernières années, et jusqu'en mars dernier²⁶, diverses mesures macroprudentielles ; elles ont contribué à accroître substantiellement la résilience des acteurs financiers, et notamment des banques françaises²⁷.

Les conséquences pour la soutenabilité de la dette publique

Pendant la crise Covid, les politiques budgétaire et monétaire, tout en restant indépendantes, étaient alignées et se renforçaient mutuellement : tant que l'inflation restait trop faible, les taux directeurs restaient bas, réduisant les coûts d'une politique budgétaire expansionniste qui elle-même soutenait l'activité et *in fine* l'inflation. La dette publique française a ainsi même bénéficié de taux négatifs sur les marchés (cf. graphique 12). À l'inverse, les taux incorporent désormais non seulement une inflation attendue plus élevée, mais aussi une prime de risque face à ce retour de l'inflation. Ils ont déjà significativement augmenté : le taux de l'OAT (obligations assimilables du Trésor français) à 10 ans est passé de 0,1 % il y a un an à 1,9 % à fin juin. L'État est l'agent économique qui se finance et se refinance le plus massivement et le plus fréquemment sur les marchés. Or ceux-ci répercutent beaucoup plus rapidement que les banques non seulement les hausses effectives, mais aussi les hausses anticipées des taux directeurs. Clairement, l'ère des taux d'intérêt négatifs ou nuls est révolue ; nous devons sortir de l'illusion si séduisante, mais si dangereuse d'une dette publique française sans coût et sans limites²⁸.

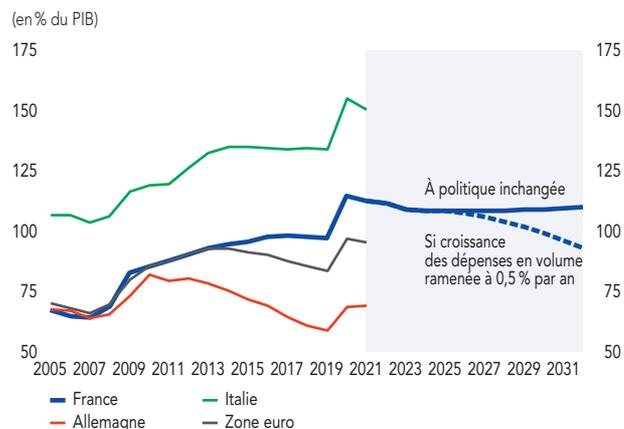
Graphique 12 Taux des obligations souveraines de l'État français



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France (dernières données au 30 juin 2022).

La dette publique des pays de la zone euro a légitimement augmenté pour soutenir les ménages et les entreprises face à la crise Covid, à partir toutefois de niveaux déjà très élevés dans certains pays dont la France. Elle a ainsi atteint en 2021 des ratios historiquement hauts en France (113 % du PIB) et dans plusieurs pays d'Europe (118 % en Espagne et 151 % en Italie, par exemple), contre 69 % en Allemagne (cf. graphique 13). Nous sommes aujourd'hui sortis de cette situation d'urgence et du « quoi qu'il en coûte ». Or, selon nos projections, la dette publique française resterait au mieux quasi stable autour de 110 % du PIB à l'horizon 2032 à politique budgétaire inchangée.

Graphique 13 Ratios de dette publique des principaux pays de la zone euro



Notes : Le ratio de dette publique rapporte la dette brute des administrations publiques au produit intérieur brut (PIB). Projections réalisées avec des hypothèses de taux en date du 23 mai 2022.

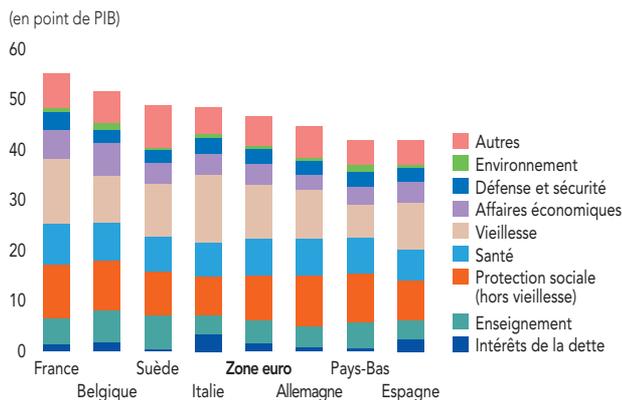
Sources : Eurostat, comptes nationaux, calculs Banque de France (projection sur fond bleuté).

Ce n'est clairement pas suffisant pour assurer durablement la soutenabilité budgétaire. La France et l'Europe ont été confrontées dans le passé à des crises externes imprévues, et le seront encore à l'avenir. En outre, les besoins d'investissement sont massifs pour accomplir deux transformations d'avenir primordiales, les transitions écologique et numérique. Nous n'avons pas le droit de léguer aux jeunes, en sus d'une dette climatique qui les inquiète si légitimement, une dette financière dont le poids en proportion du PIB a déjà presque doublé en vingt ans. Notre crédibilité politique en Europe est aussi en jeu, tout comme notre capacité à inspirer durablement confiance aux investisseurs – et donc à limiter le coût de nos emprunts sur les marchés.

La France doit donc se fixer une stratégie de désendettement ambitieuse et crédible. Ces choix relèvent naturellement du débat démocratique, mais assurer un retour à moins de

100 % du PIB d'ici dix ans, sous le niveau pré-Covid de 98 %, est possible. Cela passera par l'addition nécessaire de trois leviers : le temps, une croissance plus forte (cf. partie 3), mais surtout une meilleure efficacité de nos dépenses publiques. Nous partageons le même **modèle social** que nos voisins européens, mais il nous coûte plus cher : nos dépenses publiques sont nettement supérieures (cf. graphique 14), en particulier pour certaines prestations sociales (dont la retraite) ou les affaires économiques (dont les crédits d'impôt).

Graphique 14 Décomposition de la dépense publique par fonction en 2019



Source : OCDE.

Pour difficiles que soient les choix et arbitrages politiques en conséquence, nous devons cesser de toujours reporter *sine die* la consolidation budgétaire sur les générations futures. Dans ces choix délicats de priorité ou d'économies à réaliser, une dimension essentielle, qui reste trop souvent l'angle mort de la discussion budgétaire, peut nous aider : la qualité des dépenses publiques. L'analyse montre que les dépenses d'avenir (l'éducation, la recherche, la plupart des investissements) ont un bien meilleur « multiplicateur » sur la croissance à terme que les dépenses courantes de fonctionnement. Et sur ces dernières dépenses, la crise de beaucoup de services publics est ressentie tant par leurs acteurs – les fonctionnaires – que par leurs usagers – les citoyens. Mais cette crise peut souvent être moins un sujet de moyens supplémentaires – déjà équivalents à nos voisins – que de meilleure gestion pour le service public : relégitimation de ses objectifs, reconnaissance de ses agents et autonomie de ses managers, contrats pluriannuels de performance et d'innovation, investissements de modernisation. La force des services publics ne se mesure pas seulement à leurs moyens mais aussi à leur production. À sa modeste échelle, la Banque de France combine depuis des années davantage de services, moins de coûts, et une présence territoriale maintenue ²⁹.

Une augmentation de nos dépenses en volume ramenée par exemple chaque année à 0,5 %, contre plus de 1 % sur la décennie précédente, permettrait de réduire le ratio d'endettement d'une quinzaine de points sur dix ans (cf. graphique 13 supra) – cela s'entendant sans nouvelles baisses d'impôts ou de charges que nous n'avons guère les moyens de financer. Il appartient bien sûr au Gouvernement et au Parlement de fixer une telle « norme de dépenses ». Il ne s'agit donc pas de prôner une baisse générale des dépenses, mais plutôt une moindre augmentation, loin d'une « austérité » redoutée. Le plus important est que les cibles retenues soient effectivement atteintes et de façon durable.

3

Pour réduire l'inflation et accroître la croissance, promouvoir des politiques de l'offre dans la durée

Ces dernières années, l'action publique a dû répondre en priorité aux urgences successives créées par la crise Covid, le conflit en Ukraine et la récente baisse du pouvoir d'achat. Il reste cependant essentiel de se projeter sur un horizon plus long et d'orienter les politiques économiques au regard de nos défis structurels pour deux raisons :

- En atténuant la vulnérabilité à des chocs externes, par une plus grande diversification énergétique par exemple, ou à l'insuffisance de l'offre interne, notamment en augmentant les compétences disponibles sur le marché du travail, les **politiques d'offre** contribuent elles aussi à maîtriser **l'inflation** ;
- Ces politiques sont indispensables pour renforcer la **croissance** potentielle à moyen terme et nous adapter aux évolutions de notre environnement économique et géopolitique. La France peut alors ambitionner la solution durable à ses défis (dette, chômage, pouvoir d'achat).

À l'inverse, les politiques passées de soutien à la demande, monétaires et budgétaires, sont aujourd'hui moins pertinentes puisqu'elles entretiendraient l'inflation

²⁶ HCSF (2022), communiqué de presse, 24 mars.

²⁷ Le ratio de solvabilité des six groupes bancaires français atteignait 14,8 % au premier trimestre 2022, en léger fléchissement par rapport à fin 2021, mais toujours bien au-dessus des exigences réglementaires.

²⁸ Villeroy de Galhau (F.) (2022), « La soutenabilité de la dette française, entre hausse des taux et règles européennes », discours, conférence du Haut Conseil des finances publiques, 10 mai.

²⁹ Banque de France (2022), *Rapport annuel 2021*, mars.

plutôt que de la réduire ; en outre, elles n'ont plus du tout le même espace de manœuvre (cf. partie 2). Précisons que les « politiques de l'offre » évoquées ici visent des transformations dans la durée pour « muscler » notre capacité productive : il ne s'agit donc pas prioritairement de baisses d'impôts supplémentaires pour les entreprises, d'efficacité plus aléatoire pour un coût hélas certain.

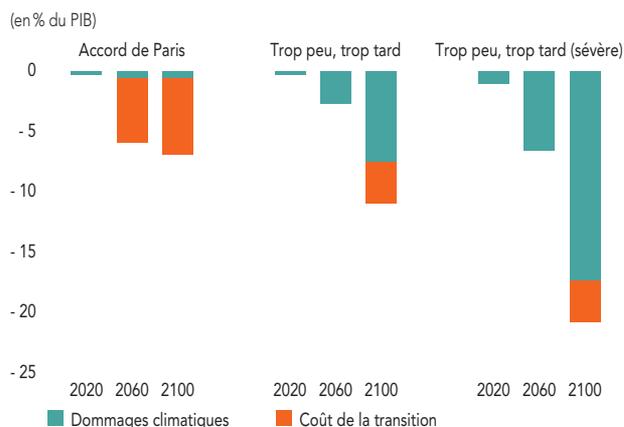
Des transformations à réussir, deux sont communes à toute l'Europe : la transition écologique et la transition numérique ; mais la troisième est spécifique à la France : augmenter l'offre et la qualité du travail.

3.1 Deux « grandes transformations » européennes

La transformation écologique et énergétique

La transition vers une économie moins carbonée représente un impératif absolu au niveau mondial : le changement climatique s'accélère, comme le souligne le dernier rapport du Giec³⁰. L'Europe s'est engagée à atteindre l'objectif de neutralité carbone d'ici 2050. Le coût lié à une transition désordonnée, essentiellement dû à des dommages climatiques, pourrait être compris entre 10 et 20 points de PIB mondial à horizon 2100 ; par contre, le coût de la transition serait limité à 7 points dans un scénario de transition ordonnée permettant de respecter les objectifs de l'accord de Paris³¹ tout en préservant des conditions favorables à la croissance économique (cf. graphique 15).

Graphique 15 Coût macroéconomique de différents scénarios de transition climatique



Note : Scénarios de transition ordonnée (référence à l'accord de Paris, 2015) et scénarios adverses de transition retardée.

Source : Comité européen du risque systémique (CERS).

À court terme, le défi majeur sera de concilier l'atteinte de nos objectifs climatiques avec l'impératif d'une plus grande autonomie énergétique de l'Europe, face à la guerre en Ukraine. Le recours accru – au moins temporaire – au charbon dans plusieurs pays soulève évidemment le doute à court terme. Mais le « chemin de compatibilité » peut passer notamment par une mobilisation collective sur les économies d'énergie, qui semble hautement souhaitable et faisable afin d'atteindre notre objectif de réduction de 50 % d'ici 2050³². Il faut en outre adapter nos infrastructures gazières pour augmenter la part de notre approvisionnement hors Russie, et développer l'innovation technologique (nucléaire, énergies renouvelables, et à terme hydrogène). La poursuite des politiques telles qu'un prix plus élevé du carbone ou l'adaptation de nos infrastructures de transport reste indispensable pour guider les investissements. Les banques centrales, à commencer par la Banque de France, s'associent largement à ce mouvement³³ en verdissant leurs investissements et en incluant le risque climatique en première ligne de leur supervision des banques et des assurances. Par ailleurs, l'Eurosystème s'est engagé à intégrer les facteurs climatiques dans la conduite de sa politique monétaire³⁴.

La transformation écologique et énergétique pourrait toutefois comporter elle-même des risques de pressions inflationnistes transitoires (« inflation verte » ou *greenflation*). Ces risques sont associés à l'introduction d'un prix du carbone (mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, système d'échange de quotas d'émission, etc.) et à une réorientation de la demande vers des énergies ou des technologies vertes³⁵, qui crée une pression à la hausse sur leur prix, car leur offre est relativement rigide. Deux clarifications doivent toutefois être apportées sur ce débat : i) la transition écologique n'est en aucun cas responsable de l'inflation actuelle, qui est essentiellement due à la dépendance aux énergies fossiles ; ii) plus la transition sera retardée et désordonnée, plus les risques d'une « inflation verte » seraient importants.

La transformation numérique, avec également des enjeux de productivité

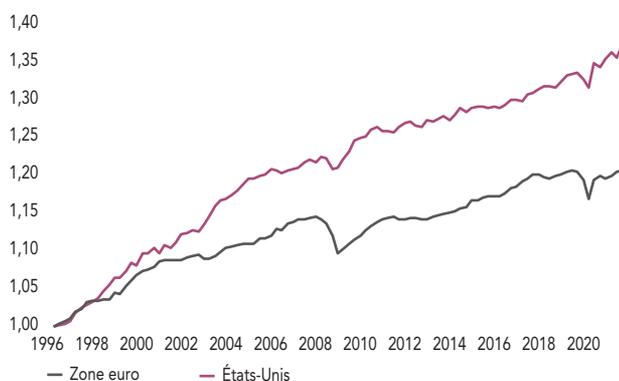
L'Europe est en retard dans le développement des technologies numériques, en comparaison des États-Unis et des autres puissances mondiales. Cela se traduit par un moins grand nombre de brevets dans les technologies de l'information et de la communication (7 900 en zone euro, contre 17 100 aux États-Unis sur la période 2015-2019). C'est un handicap structurel pour l'innovation et la croissance.

Ce retard tient à un effort de financement plus faible – l'Europe ne consacre que 2,0 % de son PIB à la recherche et au développement, contre 2,8 % pour les États-Unis – et également à un processus d'appropriation plus lent des nouvelles technologies. Par conséquent, l'écart de productivité se creuse (cf. graphique 16).

L'Europe se situe toutefois potentiellement à un tournant, avec les dernières avancées en matière d'intelligence artificielle, de biotechnologies ou de réorganisations induites par le télétravail³⁶. Elle doit donc redoubler d'efforts, et saisir cette opportunité pour monter en puissance sur la transformation numérique et gagner ainsi en productivité.

Graphique 16 Productivité globale des facteurs en zone euro et aux États-Unis

(indicateur 1 au T2 1996)



Notes : Dernières données au T4 2021.

La productivité globale des facteurs est une mesure de l'efficacité de la production dont la dynamique est en grande partie expliquée par le progrès technique et sa diffusion dans l'économie.

Sources : OCDE, Banque de France.

Combiner les financements publics et privés

Réussir les transformations écologique et numérique nécessite des investissements massifs, estimés à environ 500 milliards d'euros par an en Europe par la Commission européenne³⁷ : leur ampleur appelle une mutualisation de nos financements, aussi bien publics que privés. Sur le plan des **investissements publics**, le programme NextGenerationEU constitue une avancée décisive : plus de 180 milliards d'euros sont orientés vers la transition écologique, et près de 120 milliards vers la transformation numérique. Mais il est tout aussi important de favoriser une meilleure allocation du **capital privé**, alors que l'Europe dispose de la plus grande réserve d'épargne au monde, avec un surplus externe d'environ 300 milliards d'euros par an. Il faut désormais davantage l'orienter vers les besoins de financement prioritaires, et notamment les actions et

les entreprises innovantes. L'Europe est ici en retard : en 2021, les fonds de capital-risque européens ont levé 25 milliards de dollars au total, contre plus de 130 milliards aux États-Unis³⁸. Le manque de véhicules de financement paneuropéens conduit les jeunes entreprises prometteuses, malgré des progrès récents, notamment en France, à se tourner vers des investisseurs hors de l'Europe : jusqu'à 70 % des fonds récoltés lors de levées importantes proviennent d'investisseurs de pays tiers, une proportion croissante avec le stade de développement de ces jeunes pousses. Nous devons donc résolument accélérer la constitution d'un écosystème financier européen à travers une Union des marchés de capitaux verte et numérique³⁹.

3.2 Un défi plus spécifique à la France : l'offre de travail, et sa qualification

La France fait face à un paradoxe en matière de travail : 55 % des entreprises affrontent désormais des difficultés de recrutement⁴⁰, et plus de 350 000 emplois restent non pourvus, alors même que l'on compte encore 2,9 millions de demandeurs d'emploi. Le nombre d'emplois vacants est aujourd'hui bien supérieur à ce que l'on observait en 2019 (200 000). Au-delà des difficultés actuelles d'approvisionnement, celles de recrutement sont durablement le premier frein à la croissance de nos entreprises ; cela montre la nécessité pour les employeurs d'améliorer leurs offres et pour les salariés d'adapter leurs compétences aux domaines en tension.

Malgré des progrès récents, le **taux d'emploi** augmente moins en France qu'en Allemagne. Des marges de progression importantes existent ainsi – avec des spécificités fortes selon

30 Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat.

31 De Gaye (A.) et Lisack (N.) (2022), « "Too little, too late": impact d'une transition climatique désordonnée », *Bloc-notes Éco*, billet n° 255, février.

32 Objectif de réduction par rapport à 2012, fixé par la loi de 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

33 Bolton (P.), Després (M.), Peirera da Silva (L. A.), Samama (F.) et Svartzman (R.) (2020), « Le "cygne vert" : les banques centrales à l'ère des risques climatiques », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/8, mai-juin.

34 Dees (S.), Ouvrard (J.-F.) et Weber (P.-F.) (2022), « Changement climatique et implications pour la politique monétaire », *Bloc-notes Éco*, billet n° 265, avril.

35 Lagarde (C.) (2021), « Monetary policy during an atypical recovery », discours (*ECB Forum on Central Banking*), 28 septembre.

36 Cf. Bergeaud (A.), Cetté (G.) et Drapala (S.) (2022), « Telework and productivity : insights from a new survey », SSRN, janvier.

37 Environ 360 milliards d'euros pour la transition écologique, et environ 125 milliards pour la transition numérique ; cf. Commission européenne (2020), *Stepping up Europe's 2030 climate ambition, Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people*, communication, COM/2020/562, 17 septembre, et Commission européenne (2020), *L'heure de l'Europe : réparer les dommages et préparer l'avenir pour la prochaine génération*, communiqué de presse, 27 mai.

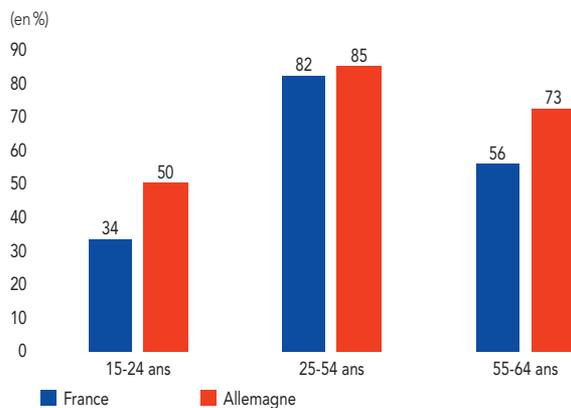
38 KPMG *Venture Pulse*, 4^e trimestre 2021.

39 Banque de France (2019), « Les acquis et les défis de l'euro, 20 ans après sa création », *Lettre au Président de la République*, avril, p. 16-18.

40 Banque de France, *Point sur la conjoncture française à début juin 2022*.

les classes d'âge (cf. graphique 17). Contrairement à une idée reçue, l'entrée de nouvelles personnes sur le marché du travail entraîne de nouvelles créations d'emplois, sous l'effet d'une hausse de revenus, et donc moins de chômage.

Graphique 17 Taux d'emploi par classe d'âge en France et en Allemagne



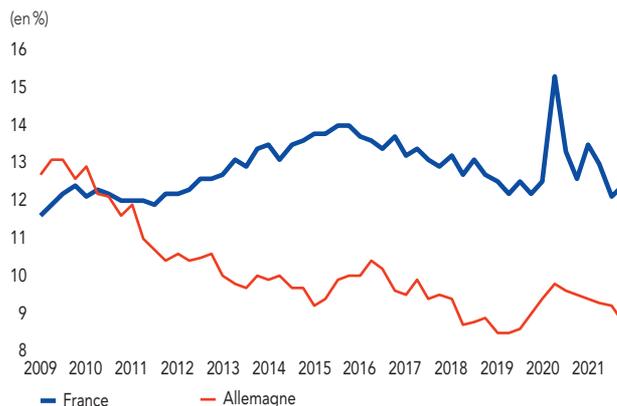
Note : Données au T4 2021.
Source : OCDE.

Mettre fin à cette difficulté française constitue une priorité absolue, sociale – pour sortir enfin du chômage – mais aussi économique, pour accélérer notre croissance. La formation professionnelle constitue un premier levier transversal d'action, afin d'améliorer et approfondir les qualifications. Le compte personnel de formation (CPF) a permis une avancée ; il doit être optimisé pour mieux orienter ses dépenses importantes vers les besoins en compétences, notamment dans les métiers du numérique et de l'industrie.

D'autres mesures sont plus spécifiques aux deux classes d'âge en déficit d'emplois :

- Pour les plus **jeunes**, l'apprentissage connaît un réel succès, avec un nombre record de près de 710 000 nouveaux contrats signés en 2021. Il convient d'amplifier ce dynamisme, avec en vue le nombre d'apprentis en Allemagne (1,3 million, contre 870 000 en France). En amont, il faut renforcer les apprentissages fondamentaux pour arrêter la lente érosion des compétences constatée depuis quarante ans dans toutes les enquêtes internationales (Pisa, Timss, etc.)⁴¹. Nulle bataille n'est plus grande que celle de l'éducation, notamment pour réduire la part des jeunes qui ne sont ni en emploi ni en formation, soit hélas 13 % des 15-29 ans (cf. graphique 18) ;
- Pour les **seniors** (55-65 ans), une réforme des retraites est certes délicate et relève du débat démocratique ; elle

Graphique 18 Part des jeunes entre 15 et 29 ans ni en études, ni en emploi, ni en formation, en France et en Allemagne



Note : Données corrigées des variations saisonnières (dernières données à T4 2021).
Source : Eurostat.

reste cependant économiquement souhaitable. Peu de réformes en France auraient autant de résultats pour à la fois augmenter notre potentiel de croissance et sécuriser le financement de notre protection sociale. Mais elle devra être juste, et s'accompagner d'engagements des entreprises en faveur des seniors et de la qualité de leurs emplois.

Additionnées, ces transformations françaises et européennes permettraient de consolider notre croissance potentielle, qui plafonne en France autour de 1,2 à 1,3 %. Un objectif plus ambitieux, entre 1,5 et 2 %, est atteignable, soit un gain d'environ un demi-point par rapport à la tendance actuelle. La transformation numérique (surtout) et écologique pourrait y contribuer pour un tiers, y compris par le levier des investissements stratégiques, tandis que les deux tiers restants viendraient de l'accroissement de l'offre de travail en France. Augmenter notre croissance potentielle – tout en la rendant plus verte et plus juste –, c'est créer des revenus additionnels pour financer nos projets et notre solidarité. Nous pourrions alors viser d'ici cinq à dix ans le plein-emploi. Et nous pourrions assurer une hausse durable du pouvoir d'achat des ménages sans la financer à crédit comme jusqu'à présent ; nous pourrions au contraire enfin réduire la dette publique qui pèse sur les générations futures.

⁴¹ Cf. Ministère de l'Éducation nationale et de la Jeunesse : *L'évaluation des élèves français à l'échelle internationale*.

**

Dans un contexte économique difficile, lié à la guerre russe en Ukraine, la Banque de France agit auprès des Français, et d'abord de ceux qui en ont le plus besoin. Elle accompagne les familles en situation de surendettement, elle veille à l'inclusion bancaire et financière des plus défavorisés, elle est aux côtés des PME et TPE dans ses 105 succursales sur l'ensemble des territoires.

Elle a aussi et surtout un engagement envers tous : assurer avec la Banque centrale européenne la stabilité des prix, en ramenant l'inflation aujourd'hui trop élevée vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Cette *Lettre* dit une première conviction : nous devons réduire l'inflation, et nous allons y parvenir.

D'abord par une normalisation monétaire désormais entamée, et qui sera poursuivie de manière résolue mais ordonnée. Devrait s'y ajouter une mobilisation collective, française et européenne, pour limiter notre dépendance énergétique en

même temps qu'accélérer la transition écologique. Dans la durée enfin, des politiques pour « muscler » notre capacité productive doivent contribuer à réduire l'inflation et à améliorer notre croissance pour qu'elle soit à la fois plus forte, plus verte et plus juste. La France garde de grands atouts, et cela fonde une deuxième conviction : notre pays peut réussir, s'il se mobilise de façon lucide et équitable, à surmonter le coût de ce choc et au-delà à construire plus solidement des progrès économiques et sociaux durables.

La Banque de France se doit plus que jamais d'écouter, et d'expliquer. Elle a initié depuis l'an dernier les événements d'échanges « La Banque de France à votre écoute » et les Rencontres nationales annuelles de la politique monétaire. Forte de son indépendance et de son expertise technique, elle est dans ces défis exigeants au service de tous, élus de la Nation et citoyens.

François Villeroy de Galhau

ANNEXE

UNE ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION PLUS OU MOINS FORTE SELON LES PAYS



2020 (moyenne annuelle)

■ 0,3 %
■ 0,7 %

Mai 2022 (glissement annuel)

■ 8,1 %
■ 3,8 %



2020 (moyenne annuelle)

■ 1,2 %
■ 1,7 %

Mai 2022 (glissement annuel)

■ 8,6 %
■ 6,0 %



2020 (moyenne annuelle)

■ 0,9 %
■ 1,4 %

Mai 2022 (glissement annuel)

■ 9,1 %
■ 5,9 %



2020 (moyenne annuelle)

■ 0,0 %
■ 0,2 %

Mai 2022 (glissement annuel)

■ 2,5 %
■ 0,8 %



2020 (moyenne annuelle)

■ 2,5 %
■ 0,8 %

Mai 2022 (glissement annuel)

■ 2,1 %
■ 0,9 %

■ Inflation totale
■ Inflation sous-jacente

Sources : Eurostat (zone euro), Bureau of Labor Statistics (États-Unis), Office for National Statistics (Royaume-Uni), Statistics Bureau of Japan (Japon), National Bureau of Statistics (Chine).

GLOSSAIRE

Accord de branche

Convention collective signée au sein d'une branche professionnelle entre les représentants des entreprises et une ou plusieurs organisations syndicales représentatives. Un accord de branche permet donc de définir des règles adaptées à une même activité professionnelle.

Anticipations ancrées

Anticipations d'inflation stables et proches de la cible de la banque centrale.

Croissance potentielle

La croissance potentielle est une estimation du taux de croissance du produit intérieur brut (PIB). Lorsque les facteurs de production sont utilisés de manière optimale, avec une inflation stable.

Déflation

Baisse durable et généralisée du niveau des prix.

Distribution

En statistiques, la distribution représente les valeurs possibles pour une variable et la fréquence à laquelle elles se produisent.

Effet multiplicateur

L'augmentation (ou la diminution) d'une variable, ici la dépense publique, entraîne une augmentation (ou une diminution) plus forte d'une autre variable, ici le PIB. Ce phénomène peut s'appliquer à la demande, à l'investissement, mais également à la dépense publique, aux exportations, ou encore à la monnaie.

Indexation/désindexation

L'indexation est l'ajustement d'une valeur sur un indice économique donné (par exemple, indexation du Smic sur l'inflation). La désindexation est le fait de supprimer cette indexation.

Inflation

Hausse des prix généralisée et autoentretenue : généralisée quand les prix d'un nombre toujours plus élevé de produits augmentent ; autoentretenue quand les prix de vente augmentent au-delà de la hausse des coûts, par anticipation d'une inflation future.

Inflation sous-jacente

Les prix de certains biens sont très volatils, comme ceux des carburants et de certains produits alimentaires, car ils dépendent des marchés internationaux. L'inflation dite sous-jacente vise donc à mieux mesurer la tendance fondamentale de long terme.

Médiane

Valeur qui partage une distribution d'effectif en deux parties d'effectifs égales. Ainsi, pour une distribution de salaires, 50 % des salaires se situent sous la médiane et 50 % au-dessus.

Mesures non conventionnelles

Elles désignent l'ensemble des outils utilisés par les banques centrales dans des situations où les outils traditionnels de la politique monétaire conventionnelle (taux directeurs, réserves obligatoires, opérations d'*open market*) sont inopérants. Ces mesures se sont déclinées en programmes d'achats d'actifs (APP, PEPP par exemple), opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO), taux d'intérêts négatifs.

Modèle social

Système d'institutions et de législations qui permet à un État d'organiser la solidarité nationale, l'égalité des chances au sein de la population, l'accès à l'éducation, à l'emploi, à la protection sociale, à la santé, au logement, à la retraite, etc.

Normalisation (de la politique monétaire)

Désigne une sortie des mesures exceptionnelles (dites aussi mesures non conventionnelles).

OAT

Les obligations assimilables du Trésor (OAT) sont des titres financiers qui représentent une fraction de la dette à long terme de l'État français.

OCDE

Organisation de coopération et de développement économique.

PME, TPE

Petites et moyennes entreprises, très petites entreprises.

Politique de l'offre/de la demande

La politique de l'offre est un ensemble de mesures favorisant la production économique. La politique de la demande est un ensemble de mesures visant à stimuler la consommation et/ou l'investissement.

Prime de risque

Désigne un supplément de rendement exigé par un investisseur afin de compenser un risque supérieur.

Récession

Période de recul temporaire de l'activité économique d'un pays. Le plus souvent, on parle de récession si l'on observe un recul du produit intérieur brut (PIB) sur au moins deux trimestres consécutifs.

Smic

Salaire minimum interprofessionnel de croissance.

Swaps d'inflation

Les *swaps* d'inflation ou *inflation-linked swaps* (ILS) sont des produits dérivés, échangés de gré à gré, prévoyant les termes auxquels deux investisseurs s'échangeront deux flux monétaires à une date future.

Taux d'emploi

Rapport entre le nombre de personnes en emploi et le nombre total de personnes en âge de travailler.

Taux directeurs

Les taux directeurs sont les taux d'intérêt fixés par la banque centrale d'un pays ou d'une union monétaire à ses contreparties de politique monétaire (banques pour une large majorité). Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) fixe trois taux différents : le taux de la facilité de dépôt, le taux de refinancement et le taux de prêt marginal.

Taux neutre

Point de référence théorique des taux directeurs au niveau duquel il n'y a ni nouvelle accélération ni ralentissement monétaires de l'inflation.

Taux réels/nominaux

Le taux d'intérêt représente le « prix » du capital : c'est respectivement le coût d'un emprunt ou le rendement d'un prêt.

- Le taux d'intérêt nominal est le taux d'intérêt effectivement convenu et payé. Il s'agit par exemple du taux inscrit dans le contrat d'emprunt lors d'un achat immobilier.
- Le taux d'intérêt réel représente le coût effectif du crédit, le pouvoir d'achat de la monnaie. Il prend en compte le coût de la vie, et se calcule en retranchant l'inflation observée, ou une anticipation d'inflation du taux nominal.