

# Banque de France

Lettre introductive au Rapport annuel

2016





# 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

Juillet 2017



L'année 2017 offre à la France la possibilité d'un nouvel élan. Les Français ont élu un nouveau Président et une majorité parlementaire claire.

Notre pays bénéficie aussi d'une croissance en hausse dans l'environnement européen. Cette embellie doit être le moment favorable pour que la France se mobilise collectivement et rattrape enfin ses retards.

La partie – exigeante – se gagnera sur trois terrains de jeu géographiques :

- à l'échelle mondiale, nous devons avec nos partenaires défendre des règles du jeu collectives pour préserver une amélioration conjoncturelle fragile ;
- en Europe, il nous faut saisir la chance de bâtir sur la reprise actuelle une croissance plus solide, par l'optimisation de la zone euro ;
- enfin et surtout, en France même, il ne dépend que de nous de relever le défi de l'accélération nécessaire, en osant les réformes.

## I. Pour préserver une amélioration mondiale fragile, défendre des règles du jeu collectives

Même si elle reste modérée, la reprise économique s'affermi depuis 2016. Les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été revues à la hausse par le FMI <sup>1</sup>, pour se situer à 3,5 % en 2017 et à 3,6 % en 2018, après seulement 3,1 % en 2016.

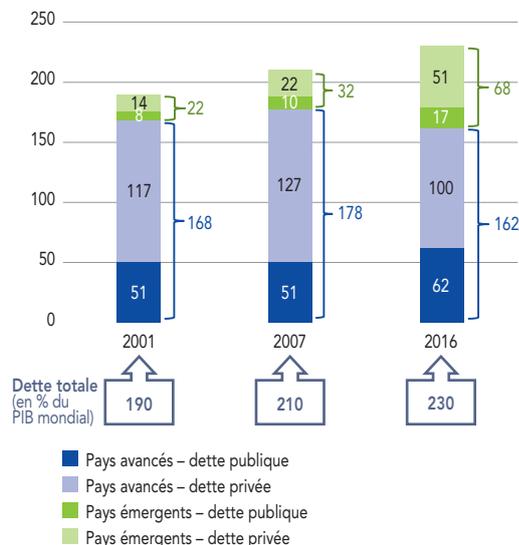
<sup>1</sup> FMI (2017), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.

## Surveiller deux grands risques : la fragmentation et l'instabilité financière

Deux grands risques pourraient cependant affecter la reprise économique en cours. Celui de **la fragmentation**, avec la victoire du Brexit, et les tentations protectionnistes aux États-Unis après l'élection du nouveau président. La France, avec l'Europe, doit ici résolument défendre des relations économiques internationales fondées sur des règles et institutions multilatérales respectées par tous : leur mise à mal aurait un effet dépressif sur le commerce mondial et l'activité. En Europe continentale, les effets économiques du Brexit apparaissent encore inexistant. Mais le risque de repli sur soi du Royaume-Uni semble déjà ralentir la croissance britannique (seulement + 0,2 % de croissance du PIB au premier trimestre 2017, contre + 0,6 % par trimestre en moyenne entre 2013 et 2015).

Le second risque qui menace la croissance, au-delà d'une volatilité de court terme des marchés, est celui de **l'instabilité financière**, avec la montée continue de l'endettement mondial depuis le début des années 2000. La crise de 2008 en a été le résultat, mais la tendance ne s'est malheureusement pas ralentie depuis ; la dette publique et privée des pays émergents a particulièrement augmenté (cf. graphique 1). La tentation qui apparaît aux États-Unis de dilution de la réglementation financière mise en place après la crise de 2008 est d'autant plus préoccupante. Dans la coopération internationale sur les règles bancaires (Bâle III), et plus largement sur tout le secteur financier, les régulateurs techniques ont agi depuis le début selon le mandat des décideurs politiques, notamment du G20. Le capital et la liquidité des banques ont pu ainsi être considérablement renforcés, la sécurité y compris du « *shadow banking* » s'est améliorée. Tout retour en arrière alimenterait les risques d'une nouvelle crise financière.

**Graphique 1 Évolution des dettes privées et publiques dans les pays avancés et émergents, hors secteur financier**  
(en % du PIB mondial)



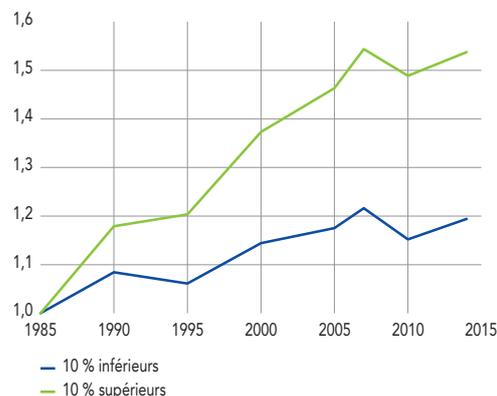
Note : La dette privée comprend la dette des ménages et des sociétés non financières.  
Sources : BRI et FMI, calculs Banque de France – données exprimées en dollars et PIB courants.

### Répondre sérieusement à la montée des inégalités

Les fruits de la croissance ont été beaucoup trop inégalement répartis : depuis le milieu des années 1980, l'écart de revenus réels s'est nettement creusé dans les pays de l'OCDE, en particulier anglo-saxons (cf. graphiques 2a et 2b). Les succès populistes s'en sont nourris ; il faut d'autant plus passer des discours désolés à une action engagée.

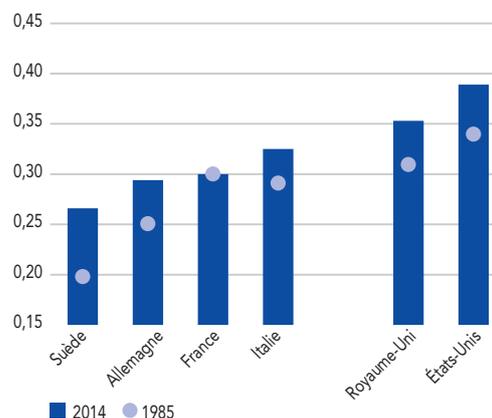
Répondre à cette montée des inégalités requiert d'abord, dans les pays à chômage encore élevé, davantage d'emplois. Mais au-delà, le modèle social compte : l'Europe et la France, où les inégalités de revenu demeurent nettement plus faibles (cf. graphique 2b), peuvent ici revendiquer des résultats positifs quoiqu'évidemment

**Graphique 2a Évolution des revenus réels des ménages de la tranche inférieure et supérieure entre 1985 et 2014**  
(moyenne OCDE, 1985 = 1)



Note : Moyenne non pondérée de dix-sept pays (Allemagne, Canada, Danemark, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Israël, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Pays-Bas, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède).  
Source : OCDE.

**Graphique 2b Évolution de l'indice de Gini des inégalités (après taxes et transferts) entre 1985 et 2014**



Note : L'indice (ou coefficient) de Gini est un indicateur synthétique d'inégalités de revenus. Il varie entre 0 et 1 et les inégalités sont d'autant plus fortes que l'indice de Gini est élevé.  
Source : OCDE, données provisoires.

perfectibles. Les politiques inclusives actives doivent cibler en priorité trois domaines : l'éducation et la

formation professionnelle pour renforcer l'égalité des chances ; une redistribution fiscale et sociale efficace ; l'aménagement des territoires. Ce dernier enjeu, fortement ressenti dans notre pays, appelle des efforts innovants dans les infrastructures, notamment de réseaux, et une modernisation des services publics préservant leur accessibilité.

## II. Saisir la chance européenne, pour bâtir une croissance plus solide

La croissance et l'emploi s'améliorent dans la zone euro. Celle-ci connaît une croissance significative depuis 2015, attendue à au moins 1,9 % en 2017, soit la plus forte depuis sept ans. La zone euro, dont certains prédisaient l'éclatement, pourrait au contraire s'avérer une valeur de retournement : la croissance pourrait y être proche de celle des États-Unis – pour la deuxième année consécutive –, voire supérieure à celle du Royaume-Uni. Près de six millions d'emplois y ont été créés depuis 2013. Le chômage a nettement baissé, à 9,5 % au premier trimestre 2017, même s'il reste trop élevé, et très inégalement réparti, allant de 3,9 % en Allemagne à 18,2 % en Espagne. L'accélération actuelle de la croissance ne suffit pas en effet à rattraper le retard des années passées : en cumul depuis 2011, l'écart de croissance par habitant avec les États-Unis s'élève à environ 5 points. La zone euro doit donc saisir la chance de cet environnement économique favorable pour répondre durablement à deux impératifs.

### *Relayer la politique monétaire accommodante : efficace, elle n'est ni éternelle, ni omnipotente*

Le premier atout de la zone euro est la politique monétaire efficace menée par l'Eurosystème – la Banque

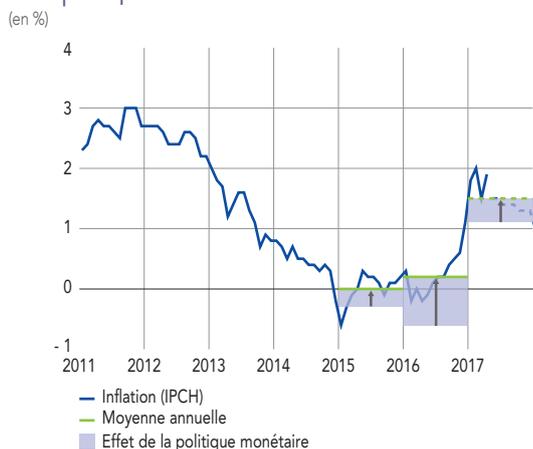
centrale européenne (BCE) et les dix-neuf banques centrales nationales. Son objectif principal, fixé par les traités européens, est la stabilité des prix, c'est-à-dire en pratique une inflation à moyen terme inférieure à, mais proche de 2 %. Cette définition est partagée par la plupart des banques centrales des pays développés, dont les États-Unis et le Royaume-Uni : une inflation légèrement positive fournit une marge de sécurité nécessaire pour se prémunir contre le cercle vicieux de la déflation et facilite les ajustements relatifs de prix dans l'économie.

Pour atteindre cet objectif et faire face aux risques déflationnistes, l'Eurosystème a déployé depuis 2014 une large palette d'instruments : baisse des taux d'intérêt directeurs à zéro et même légèrement négatifs, indications sur la trajectoire future des taux (*forward guidance*), programme d'achats d'actifs publics et privés, opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Les mesures mises en place ont produit des résultats tangibles, permettant de réduire leur intensité depuis avril dernier. L'inflation, encore négative à - 0,2 % en avril 2016, devrait atteindre 1,5 % en 2017, puis 1,6 % en 2019 <sup>2</sup>, l'inflation « sous-jacente » (hors énergie et produits alimentaires) relayant progressivement l'effet actuel de la hausse du prix du pétrole. La politique monétaire accommodante y a significativement contribué, pour un gain d'inflation estimé jusqu'à 0,4 % par an en moyenne sur la période 2015-2018 <sup>3</sup> (cf. graphique 3). Le gain de croissance est du même ordre de grandeur.

<sup>2</sup> D'après les dernières prévisions Eurosystème de juin 2017.

<sup>3</sup> Marx (M.), Nguyen (B.) et Sahuc (J.-G.) (2016), « Les mesures de politique monétaire en zone euro et leurs effets depuis 2014 », *Rue de la Banque* n° 32, Banque de France, octobre.

Graphique 3 Inflation en zone euro et effet estimé de la politique monétaire



Note : L'inflation est le glissement annuel de l'IPCH, en pourcentage. La ligne verte représente la moyenne annuelle de l'inflation. La zone bleutée représente le gain d'inflation apporté par la politique monétaire.  
Sources : BCE et Banque de France.

Mais cette politique monétaire non conventionnelle n'est pas éternelle : les taux d'intérêt nominaux, aujourd'hui encore particulièrement bas, ont commencé à remonter depuis l'automne 2016 et ont vocation à augmenter davantage, en fonction du rythme auquel la reprise économique et l'inflation s'affermiront. La politique monétaire n'est pas non plus omnipotente : elle peut soutenir conjoncturellement l'économie, mais n'est pas à même d'augmenter durablement la croissance potentielle. Seules les réformes peuvent y parvenir.

### Optimiser la zone euro, dans les trois ans qui viennent

La monnaie unique est un grand acquis : les citoyens y sont très attachés, à 72 % au printemps 2017 dans la zone euro<sup>4</sup>, comme en France, en nette hausse par rapport à l'automne 2016, de + 4 %. Les Français ont clairement

réaffirmé, dans les consultations électorales, leur attachement à l'euro. Celui-ci a en effet apporté des bénéfices concrets : plus grande stabilité des prix, taux d'intérêt plus bas, rôle international et poids politique accrus.

Il y a vingt-cinq ans, les Européens ont choisi démocratiquement de construire une Union économique et monétaire. Mais si nous avons réussi l'Union monétaire, l'Union économique reste peu efficace. L'insuffisante coordination des politiques budgétaires et structurelles dans la zone euro, notamment, a pesé sur la croissance : sur la période 2011-2013, elle aurait coûté entre 2 et 3 points de PIB<sup>5</sup>. La confiance conjoncturelle est revenue, mais l'inquiétude demeure sur notre capacité collective à affronter la prochaine récession.

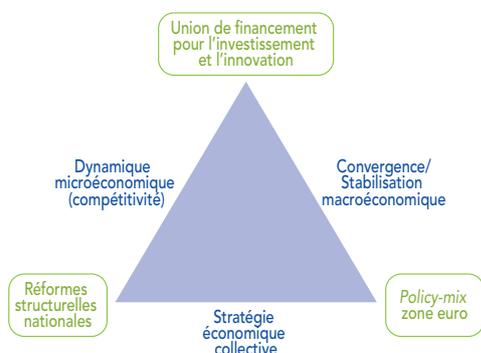
Jamais le cycle économique et démocratique n'aura été aussi favorable, d'ici 2021 et les élections allemandes suivantes. La France se doit donc d'être résolument à l'initiative, pour changer l'Europe économique et financière dans les trois ans qui viennent. Cet agenda ambitieux relève de décisions politiques ; mais l'impératif économique peut en être résumé dans un « triangle de croissance » (cf. graphique 4).

- Le premier point du triangle est impérativement la mise en œuvre de réformes structurelles nationales, là où elles sont nécessaires, comme en France et en Italie. Elles sont à la fois conformes à l'intérêt de ces pays, et conditions de leur crédibilité en Europe.

<sup>4</sup> Sondage Eurobaromètre standard.

<sup>5</sup> Banque de France (2017), « Coût des carences de coordination des politiques économiques dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 211, mai-juin.

Graphique 4 Le triangle de croissance



- Mais ce préalable rempli, les réformes françaises et italiennes doivent être combinées avec un soutien budgétaire ou salarial dans les pays disposant d'une marge de manœuvre, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas. Cet accord gagnant-gagnant « réformes/relance » permettrait d'atteindre un **policy-mix plus efficace en zone euro**. Pour garantir durablement une stratégie économique collective, un ministre des Finances de la zone euro pourrait être créé. Il s'appuierait sur un Fonds de stabilisation destiné à soutenir, par des prêts, les États membres confrontés à des chocs économiques asymétriques, et à terme sur un budget de la zone euro. Il n'est pas question pour autant d'abandonner les règles existantes qui s'appliquent à chaque État membre, notamment le Pacte de stabilité et de croissance ; mais il faut les compléter par des institutions et une orientation communes, pour davantage de croissance et d'emploi partout en Europe.

- Le troisième composant est la création d'une « **Union de financement pour l'investissement et l'innovation** ». La nécessité d'une telle Union de financement découle à la fois d'une faiblesse, la fragmentation financière persistante en zone euro, et d'une opportunité, l'excédent d'épargne

de 350 milliards d'euros dans la zone euro, soit environ 3 % du PIB chaque année. L'Union de financement permettrait de mieux orienter cette épargne abondante en faveur de l'investissement et de l'innovation à travers les frontières de la zone euro, afin de stimuler la croissance et mutualiser les risques privés. Cela suppose une gouvernance réunifiée des initiatives existantes, pour dépasser les silos bureaucratiques entre le plan d'investissement Juncker, l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire.

La France a été à l'origine de l'Union bancaire, en œuvre depuis 2014 et progrès incontestable. Elle peut maintenant prendre l'initiative de son achèvement indispensable. La priorité est de finaliser le second pilier, celui de la résolution, incluant un pilotage plus simple, pour traiter rapidement et définitivement les problèmes de créances douteuses qui affectent encore certaines banques de la zone euro. L'Union bancaire et l'Union de financement sont rendues d'autant plus nécessaires par le Brexit : avec la perte probable du passeport européen de la City de Londres, la zone euro a l'opportunité de « relocaliser » la transformation de sa propre épargne.

### III. Relever le défi français, avec nos capacités d'accélération

#### 1. Comblé, au-delà d'une perspective économique en amélioration, trois retards persistants

La croissance française s'améliore : après seulement 1,1 % en 2016, elle pourrait atteindre 1,6 % en 2017, comme en 2018 et 2019 <sup>6</sup>. Malgré ces évolutions favorables,

<sup>6</sup> Au moins 1,4 % de croissance en France en 2017 d'après les prévisions de juin (cf. Banque de France, *Projections macroéconomiques France*, juin 2017), mais pourrait atteindre 1,6 % au vu des révisions des comptes trimestriels parues depuis.

trois mesures soulignent le retard français : les « limitateurs de vitesse » que sont la croissance potentielle trop basse et le taux de chômage structurel trop élevé ; l'insuffisance de notre compétitivité reflétée dans nos comptes extérieurs ; et en conséquence notre écart de croissance persistant par rapport à la moyenne de la zone euro.

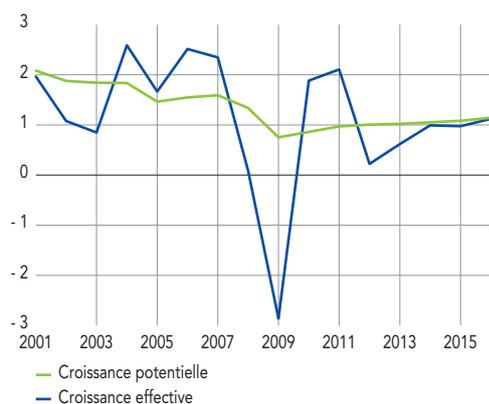
1.1 La **croissance potentielle** était encore à 2 % par an il y a quinze ans. Elle a baissé après la crise, pour s'établir à 1 %. Notre croissance effective semble ces dernières années limitée par ce niveau pourtant modeste (cf. graphique 5). Cette faible croissance potentielle française s'explique principalement par un ralentissement de l'investissement productif des entreprises et par une moindre croissance de la productivité. En parallèle, le **taux de chômage structurel**<sup>7</sup> est aujourd'hui estimé à plus de 9 %, un niveau à l'évidence insupportable car deux fois plus élevé que le taux de chômage de plein emploi. Le taux de chômage effectif est encore

supérieur, à 9,6 % au premier trimestre 2017, malgré le fléchissement amorcé depuis 2015.

1.2 Une deuxième mesure du retard français se lit dans la **rechute de nos comptes extérieurs** en 2016 et début 2017, après une amélioration en 2015. La France est le seul des grands pays de la zone euro à avoir une balance des transactions courantes déficitaire en 2016 (- 19 milliards d'euros, soit - 0,9 % du PIB). Notre compétitivité coût, mesurée par le coût unitaire du travail, s'est améliorée depuis 2006 vis-à-vis de l'Allemagne – sans toutefois rattraper le retard antérieur –, du fait des augmentations salariales plus rapides en Allemagne et de l'effet favorable du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) ; notre compétitivité coût vis-à-vis de la zone euro hors Allemagne s'est, elle, dégradée. Mais la compétitivité hors coûts salariaux joue sans doute un rôle croissant, ce qui appelle un renforcement des qualifications professionnelles et l'ouverture de certains marchés de services.

1.3 En conséquence, la France connaît désormais un **écart de croissance négatif avec la moyenne de la zone euro**, malgré les progrès enregistrés. La croissance française, longtemps supérieure ou égale à celle de la zone euro, y est devenue inférieure depuis 2014 (cf. graphique 6a). Elle pourrait l'être encore de près d'un demi-point en 2017, cet écart étant entièrement dû à la contribution négative du commerce extérieur. De ce fait, sur la période 2014-2016, la France, et plus encore l'Italie, ont accumulé un net retard (cf. graphique 6b). Celui-ci est encore plus marqué par comparaison avec des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas ou l'Espagne,

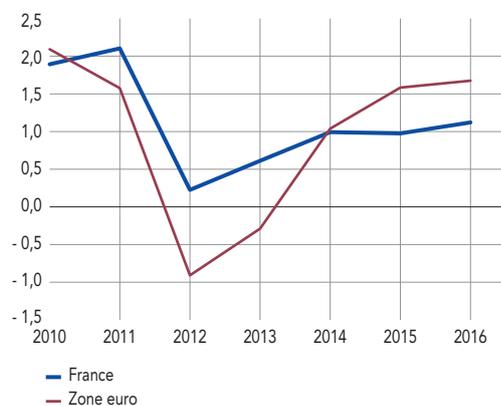
Graphique 5 Croissance effective et croissance potentielle (en %)



Sources : Banque de France et Insee.

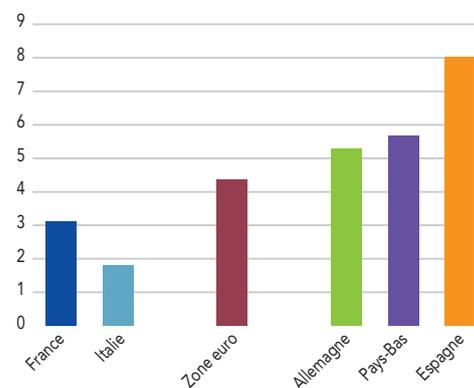
7 Ou Nairu (non-accelerating inflation rate of unemployment).

Graphique 6a Croissance en France et en zone euro  
(en %)



Note : Zone euro en composition constante, hors Irlande.  
Source : Eurostat.

Graphique 6b Croissance cumulée du PIB, 2014-2016  
(en %)



Note : Zone euro, hors Irlande.  
Source : Eurostat.

qui ont mené dans le passé les réformes nécessaires. Ils en récoltent aujourd'hui les fruits en termes de croissance et d'emploi. Ils l'ont fait de plus dans le respect du modèle social européen que nous partageons, et auquel la grande majorité de nos concitoyens sont légitimement attachés.

Notre accélération économique devrait donc viser à combler ces retards :

- une France qui, appuyée sur sa démographie favorable, **rejoint et si possible dépasse la croissance moyenne de la zone euro**, soit jusqu'à un demi-point de croissance supplémentaire par an ;
- un taux de chômage qui efface la moitié de son « surplomb » par rapport à l'Allemagne, et retrouve le point bas qu'il avait brièvement atteint avant la crise de 2008-2009, soit autour de 7 %.

À cette fin, notre pays doit retrouver sa compétitivité globale – y compris celle de ses compétences humaines, de la meilleure qualité de ses investissements, de ses services publics, du fonctionnement de ses marchés des biens et du travail. Et nous devons pour cela avoir davantage confiance dans nos propres capacités de transformation, comme dans les réformes qui ont réussi chez nos voisins.

## 2. Oser les réformes nécessaires et possibles

Les succès de nos voisins européens convergent sur quatre grands domaines de l'économie, les « 4 E », à savoir les entreprises, l'emploi, l'éducation et l'État<sup>8</sup>. C'est aujourd'hui le temps de la France, si nous avons l'audace d'aller assez loin sur les finances publiques, comme sur l'exigence des réformes.

<sup>8</sup> Banque de France (2016), Lettre introductive au Rapport annuel de la Banque de France, mai.

## 2.1 Reprendre enfin le contrôle de nos dépenses publiques, pour notre compétitivité et notre souveraineté

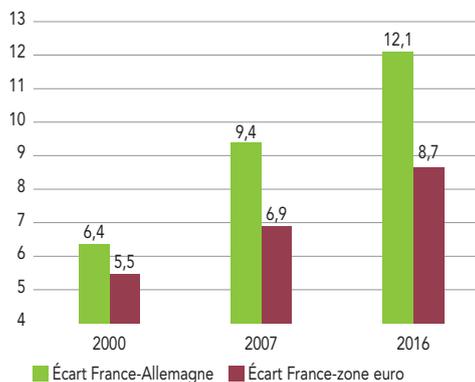
Sur les **finances publiques**, le respect du plafond de 3 % de déficit est déterminant, ne serait-ce que pour assurer la crédibilité de la France en Europe. La Cour des comptes vient de confirmer que le déficit 2017 avant mesures de redressement se situait autour de 3,2 % du PIB<sup>9</sup>. Bien que le déficit ait été réduit en 2015 puis en 2016, le rythme de progression des dépenses publiques primaires (hors charges de la dette) a quant à lui malheureusement augmenté : + 1,2 % en volume en 2016, après + 1,1 % en 2015 et + 0,8 % en 2014. Or, c'est cette norme globale de dépenses publiques que nous devons impérieusement contrôler, à un double titre :

- **à court terme**, pour pouvoir tenir les objectifs de déficit à 3 % en 2017, puis en diminution ensuite. La trajectoire « spontanée »<sup>10</sup> nous maintient en effet à un niveau supérieur ou égal à 3 % jusqu'en 2019. Il faut évidemment exclure d'augmenter les prélèvements ; mais certaines baisses d'impôts, si elles ne sont pas financées, devront être différées ;

- **dans la durée**, pour rapprocher la France (56 % du PIB de dépenses publiques en 2016) de ses voisins de la zone euro, aux services publics et à la protection sociale pourtant proches (46 % en moyenne en zone euro, hors France)<sup>11</sup>. L'écart n'a cessé de se creuser (cf. graphique 7a). L'objectif tracé pour 2022 (52 %) est une étape intermédiaire et d'autant plus impérieuse. Il nécessite au moins la mise en œuvre résolue des 60 milliards d'économies annoncés sur cinq ans, sans y inclure les économies mécaniques sur la charge de la dette induites par la baisse de son taux moyen.

### Graphique 7a Évolution du ratio de dépenses publiques par rapport au PIB

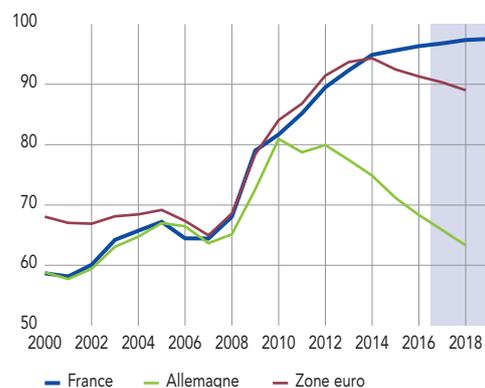
(écart en points de pourcentage)



Sources : Insee, Eurostat.

### Graphique 7b Évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB

(en %)



Sources : Banque de France pour la France, Commission européenne pour l'Allemagne et la zone euro.

<sup>9</sup> Cour des comptes (2017), *Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques*, juin.

<sup>10</sup> Banque de France (2017), *Projections macroéconomiques France – juin 2017*.

<sup>11</sup> Aouriri (M.) et Tournoux (H.) (2017), « L'écart de dépenses publiques entre la France et l'Allemagne », *Rue de la Banque*, Banque de France, à paraître en juillet.

Si la France n'inverse pas, dans les années qui viennent, sa longue dérive des finances publiques, elle s'exposera à un double choc négatif : un **choc de compétitivité**, pénalisée par des « frais généraux de la Nation » beaucoup plus lourds que chez nos voisins européens ; un **choc de souveraineté**, en n'ayant pas retrouvé la maîtrise de sa dette publique au moment où les taux d'intérêt remonteront nettement (cf. graphique 7b).

Les économies ne sont jamais faciles ; mais avec ténacité, elles sont assurément possibles. La réforme dans l'État passe par une prévisibilité pluriannuelle des objectifs et des moyens, des choix clairs de priorités, et une responsabilité accrue des gestionnaires. Elle permettrait aussi de renforcer la lisibilité et donc l'efficacité du fonctionnement public. La France se singularise encore par la superposition de cinq échelons administratifs, avec des dépenses locales atteignant environ 12 % du PIB.

## 2.2 Poursuivre une ambition de transformation globale et par là équitable

Une France plus forte, c'est une France avec plus de talents humains et moins de règles inefficaces. La priorité annoncée à l'éducation s'impose donc pour donner les meilleures chances à chacun. À court terme, l'inefficacité en particulier du système de **formation professionnelle** a été relevée par de nombreux rapports et analyses. La formation professionnelle doit devenir un vecteur actif de mobilité sociale et professionnelle, dirigé davantage vers les personnes loin de l'emploi et à qualification initiale faible. Les prestations doivent être mieux qualifiantes et assurées par des prestataires labellisés de façon exigeante. Une telle réforme de la

formation professionnelle, qui mobilise chaque année entre 30 et 35 milliards d'euros via des circuits d'une grande complexité, est un exercice long et difficile mais indispensable. Le développement de l'**apprentissage**, pour les jeunes, doit être d'autant plus prioritaire : par rapport à l'Allemagne, la France a moins de la moitié du nombre d'apprentis (584 000 en 2016, incluant les contrats de professionnalisation, contre 1 300 000 en Allemagne) et un taux de chômage des jeunes trois fois plus élevé.

\*\*

Au-delà, la France se caractérise par une abondance de réglementations qui réduisent la concurrence, découragent les entrepreneurs et freinent l'investissement productif. Ces spécificités contribuent largement au chômage durable ; elles appellent un effort massif et structuré de simplifications. L'action, pour être équilibrée, doit être menée parallèlement sur le marché du travail et sur celui des biens et services.

Sur le **marché du travail**, un droit faisant une place prépondérante au tissu conventionnel concilierait mieux efficacité économique et protection des travailleurs. Un droit légal homogène pour toutes les entreprises est à l'inverse peu adapté à nombre d'entre elles, et par ailleurs hypertrophié et de ce fait largement méconnu. Il a aussi le défaut de figer les situations à l'intérieur d'une branche économique, en freinant donc la croissance des entreprises les plus productives. En outre, la simplification des institutions représentatives du personnel prolongeant la loi Rebsamen du 17 août 2015 faciliterait la promotion de la négociation collective. La justice prud'homale est longue ; la conciliation y est une première étape peu effective et

elle se caractérise par une grande insécurité juridique. La sécurisation juridique des licenciements gagnerait à être augmentée, et associée à une barémisation plus impérative des plafonds d'indemnisation des dommages et intérêts en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse.

Les économistes<sup>12</sup> considèrent souvent que les réformes sur le **marché des biens et services** doivent accompagner voire précéder celles sur le marché du travail. Les rentes de certains producteurs – qui pénalisent les consommateurs et augmentent les inégalités – sont en effet engendrées par des réglementations anti-concurrentielles sur le marché des biens. Les effets favorables des réformes peuvent être assez forts et rapides, comme en témoignent en France sur les dernières années les nombreuses créations d'emplois directement induites par le développement des voitures de transport avec chauffeur (VTC), ou la forte baisse de prix des communications téléphoniques. Certaines réformes pourraient concerner par exemple le transport ferroviaire ou le domaine de la santé et des professions médicales. Sur l'immobilier, la dépense publique au titre de la **politique du logement** approche en France les 2 % du PIB, niveau supérieur à celui des autres pays européens. Certains dispositifs d'aide personnelle au logement semblent pourtant avoir surtout un caractère inflationniste sur les loyers et les prix, et alimenter ainsi une rente immobilière.

### 3. Assurer le bon financement de notre économie, avec la contribution de la Banque de France

Sur ces divers fronts, la Banque de France est engagée au service de la République, en institution indépendante mais ouverte. Sa responsabilité est triple.

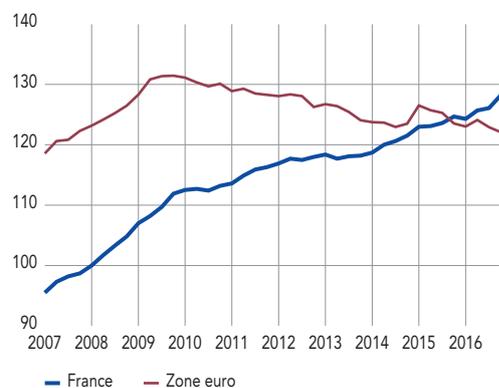
- **Garantir une monnaie de confiance.** La Banque de France contribue activement, grâce à l'expertise de ses équipes, à la politique monétaire de la zone euro – dans les décisions, comme dans leur mise en œuvre. L'Eurosystème fonctionne comme une vraie architecture fédérale européenne, avec un centre efficace – la BCE – mais des bras nationaux puissants.

- **Veiller au bon financement de notre économie et à la stabilité financière.** Pour ce faire, la Banque de France, avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), s'assure de la solidité des banques, assurances et systèmes de paiement. Notre système financier est aujourd'hui l'un des plus robustes d'Europe et du G7 – les fonds propres des banques françaises ont plus que doublé depuis 2008 (+ 164 milliards d'euros) ; la qualité de notre supervision y a contribué. Les crédits accordés à l'économie sont abondants. Ce dynamisme est même un sujet de vigilance aujourd'hui : les crédits progressent en France (+ 5,6 % en rythme annuel en avril 2017), plus de deux fois plus vite que la moyenne de la zone euro, beaucoup plus vite que le PIB nominal. La dette privée, des ménages et des entreprises, dépasse désormais en France celle de la zone euro (cf. graphique 8). Nous devons veiller, comme vient de le marquer le Haut Conseil de stabilité financière<sup>13</sup>, à ce que n'apparaissent pas de nouvelles bulles, sur l'immobilier ou sur les acquisitions d'entreprise.

<sup>12</sup> Cf. notamment Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2003), « *Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets* », *Quarterly Journal of Economics*, n° 118, p. 879-907.

<sup>13</sup> HCSF, communiqué de presse du 26 juin 2017.

Graphique 8 Dette privée en France et en zone euro  
(en % du PIB)



Source : Banque de France.

Il faut aussi inciter les entreprises françaises à se financer plus massivement par fonds propres, plutôt que par endettement : ce levier financier indispensable pour l'innovation ne représente que 64 % du PIB fin 2016, moitié moins qu'aux États-Unis (128 %). Pour cela, il est urgent de redéployer une partie de l'épargne des Français vers l'investissement productif, et la montée en taille des *start-up* comme des PME et ETI : ceci suppose de nouveaux produits d'épargne de long terme – moins liquides, mais assortis d'une forme de protection du capital et bénéficiant du rendement plus élevé des actions dans la durée.

- **Accompagner sur l'ensemble du territoire les Français**, et notamment ceux qui en ont le plus besoin. En 2016, la Banque de France s'est vu confier une nouvelle mission, celle d'opérateur de la stratégie nationale d'éducation économique et financière des

publics. Ses équipes ont aidé plus de 210 000 familles à sortir du surendettement. Elles sont également très présentes aux côtés des entreprises, tout particulièrement des PME et des TPE, avec leur cotation de crédit, et la mise en place en 2016 d'un correspondant TPE dans chaque département.

La contrepartie de l'indépendance de la Banque de France, c'est la clarté sur ses missions, et l'exigence sur ses résultats, dont elle rend compte régulièrement. Tournée vers l'avenir, elle doit aussi prendre sa part dans l'impératif de bonne gestion de l'argent public. Le plan stratégique *Ambitions 2020*<sup>14</sup> vise une banque centrale plus performante, plus innovante et plus ouverte, en cohérence avec le besoin de réformes de notre pays. La Banque de France réduira en cinq ans de 20 % ses effectifs et de 10 % les dépenses nettes de ses activités, tout en maintenant une présence territoriale active dans chaque département.

\*\*

Les défis pour la France sont exceptionnels, mais la fenêtre d'opportunité l'est aussi. Si notre pays s'engage sur le chemin d'une mobilisation collective, il peut renouer durablement avec une croissance plus forte et plus inclusive, et sa voix pèsera de tout son poids en Europe. Les années qui s'ouvrent seront alors le temps de la France, et la chance de l'Europe.

Paris, le 4 juillet 2017

François Villeroy de Galhau

<sup>14</sup> Cf. Banque de France (2016), *Rapport d'activité*, « Stratégie de transformation », p. 53-63.