



La politique monétaire au-delà de la crise Covid

Lettre 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 2021



SOMMAIRE

| | |
|--|-----------|
| SYNTHÈSE | 4 |
| 1 UNE PHOTOGRAPHIE DE L'ÉCONOMIE ET UN BILAN DES MESURES DE SOUTIEN, APRÈS QUINZE MOIS DE CRISE COVID | 5 |
| 1.1 LA FRANCE COMPARÉE AU RESTE DE L'EUROPE | 5 |
| 1.2 L'EUROPE COMPARÉE AU RESTE DU MONDE | 5 |
| 1.3 UN SOUTIEN BUDGÉTAIRE FORT ET EFFICACE EN FRANCE ET EN EUROPE | 6 |
| 1.4 LA RÉACTION DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME | 8 |
| 1.5 LA BANQUE DE FRANCE A RENFORCÉ SON ACTION POUR AIDER LES PLUS TOUCHÉS PAR LA CRISE | 9 |
| 2 CE QUE LES FRANÇAIS NOUS DISENT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE | 9 |
| 2.1 « LA BANQUE DE FRANCE À VOTRE ÉCOUTE » : RETOUR SUR NOS RENCONTRES AVEC LES FRANÇAIS | 10 |
| Une politique mal connue mais qui intéresse les Français | 11 |
| Beaucoup d'interrogations sur l'inflation | 12 |
| Au-delà de la stabilité des prix, de fortes préoccupations exprimées par nos concitoyens | 12 |
| 2.2 COMMENT COMMUNIQUER PLUS CLAIREMENT ET EFFICACEMENT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE | 13 |
| Mesurer les anticipations d'inflation des PME et des ménages | 13 |
| Rencontrer et interroger plus régulièrement les Français | 14 |
| Adapter en continu nos supports et les rendre toujours plus accessibles | 14 |
| 3 LES GRANDES QUESTIONS DEVANT NOUS, ABORDÉES NOTAMMENT DANS LE CADRE DE LA REVUE STRATÉGIQUE | 15 |
| 3.1 QUELLE SORTIE PROGRESSIVE DES PROGRAMMES EXCEPTIONNELS ? | 15 |
| Du manque d'inflation au retour de l'inflation ? | 15 |
| Comment traiter la question de la dette publique accumulée | 18 |
| Annuler la dette n'est pas une option | 18 |
| Quel chemin crédible vers le désendettement ? | 18 |
| 3.2 DES DÉFIS PLUS STRUCTURELS : COMMENT MIEUX INTÉGRER LES DEUX DIMENSIONS ENVIRONNEMENTALE ET SOCIALE ? | 20 |
| L'engagement des banques centrales en faveur de la lutte contre le changement climatique | 20 |
| L'action des banques centrales pour l'emploi et face aux inégalités | 21 |
| Le lien avec le mandat de la BCE | 21 |
| Les effets de la politique monétaire sur les inégalités | 22 |
| Le meilleur suivi de la stabilité financière | 23 |
| ANNEXE | 24 |

SYNTHÈSE

Alors que semble se dessiner enfin une sortie de la crise Covid, cette *Lettre* en fait d'abord un premier bilan économique. Le choc 2020 a été sans précédent ; le rebond sur 2021-2022 devrait être en proportion, plus net encore qu'on ne pouvait l'espérer il y a un an. Pourtant l'Europe reste en retard sur les États-Unis : ceci renvoie à une meilleure spécialisation américaine, notamment sur le digital, au moins autant qu'à des stimulus budgétaires certes massifs, mais répondant en partie à des défaillances spécifiques aux États-Unis.

À l'intérieur de la zone euro, l'économie française, après avoir davantage souffert du premier confinement, fait depuis mieux que ses pairs ; elle devrait sur les deux années du rebond connaître une croissance cumulée d'environ 10 %, même dans le cas où le variant Delta provoquerait le retour de certaines restrictions sanitaires. La vaccination reste cependant la meilleure arme pour soutenir l'activité, a fortiori au niveau mondial. Globalement, la réaction des pouvoirs publics français apparaît avoir été la bonne. L'amortisseur budgétaire, à plus de 8 % du PIB en 2020 et encore la moitié de ce montant en 2021, a permis de préserver en moyenne le pouvoir d'achat des ménages et la situation financière des entreprises. Désormais, la priorité n'est plus de dépenser davantage, mais de privilégier la qualité des plans de transformation – en matière de numérique, d'écologie, et surtout de compétences. La force de la reprise se jouera en effet du côté de l'offre, et notamment des possibilités de recrutement, plus encore que de la demande. Il n'est guère de réformes plus essentielles en France que celles augmentant l'offre de travail disponible : par la formation, la réduction du sous-emploi des jeunes et des seniors, le travail rendu plus incitatif.

La politique monétaire de l'Eurosystème, de son côté, a contribué à construire un véritable « pont de financement » en faveur notamment des PME : contrairement aux crises précédentes, les volumes de crédit ont cette fois augmenté, et les taux d'intérêt sont restés très bas. La Banque centrale européenne (BCE) aura ainsi contribué, sur 2020-2022, à la préservation de 2 millions d'emplois.



C'est dans ce contexte que nous sommes allés à la rencontre des Français pour répondre aux questions qu'ils se posent sur la politique monétaire. Cette initiative « La Banque de France à votre écoute » s'est inscrite dans le cadre de la revue de stratégie de la BCE, conclue le 8 juillet. Il y va aussi d'une exigence démocratique, comme de l'efficacité économique. Une politique monétaire mieux comprise sera mieux transmise, y compris aux ménages et aux entreprises.

Nous avons organisé un sondage puis 17 événements, dont un dans chaque région, et touché ainsi 260 000 Français en ligne. Nous avons beaucoup expliqué, mais nous avons aussi beaucoup appris. Et nous nous engageons en conséquence, y compris au niveau de la BCE, à renforcer encore la clarté de notre communication.



C'est notamment à l'aune des attentes croissantes de nos concitoyens que nous devons traiter les grandes questions à venir. Les banques centrales ne peuvent pas tout faire ; il leur faut dire clairement ce qu'elles peuvent et dès lors doivent faire. Le premier défi sera bien sûr la sortie de crise. Les craintes passées sur la « disparition de l'inflation » ont laissé place à celles sur son retour. En Europe au moins, les tensions sur certains prix apparaissent cependant temporaires, et l'inflation devrait revenir vers 1,4 % d'ici à 2023. Une fois sortie de notre programme exceptionnel anticrise (le programme d'achats d'urgence pour faire face à la pandémie – PEPP), la BCE devra donc maintenir une politique monétaire très accommodante, avec son puissant « quatuor » d'instruments non conventionnels. De plus, notre revue stratégique clarifie que notre objectif d'inflation à 2 % est symétrique, et peut être temporairement dépassé.

Un autre défi sera celui de la dette publique, que la Banque centrale ne peut en aucun cas annuler. Le désendettement de la France requerra donc l'addition de trois instruments : le temps ; la croissance, amplifiée par les réformes ; et enfin une meilleure efficacité de nos dépenses publiques, les plus élevées de tous les pays avancés. Notre pays devrait tendre vers une stabilisation de celles-ci en volume, associée à une stabilité fiscale pour donner confiance et visibilité aux acteurs économiques.

Notre revue stratégique marque en outre notre engagement renforcé pour le climat : les banques centrales ne peuvent y remplacer les autres politiques publiques, dont la nécessité d'un juste prix du carbone. Mais nous comptons agir au nom même de notre mandat : en étudiant les effets du climat dans nos projections économiques, en rendant publiques nos expositions climatiques et surtout celles de nos contreparties, en « décarbonant » progressivement notre bilan par le renouvellement de nos opérations. La BCE, avec la Banque de France, sera ainsi pionnière dans le monde.

Le Traité, fondation solide, nous confie comme mission prioritaire la stabilité des prix, pour assurer la confiance dans la monnaie et favoriser une croissance soutenable. La politique monétaire prend pour autant en compte les enjeux sociaux : elle soutient indirectement l'emploi, et diminue ainsi les inégalités de revenus. La Banque centrale est attentive à la montée des prix des actifs financiers à travers sa surveillance renforcée de la stabilité financière. Mais la revue stratégique menée à bien par l'Eurosystème est aussi une invitation à activer la puissance du marché unique, de l'Union bancaire et de l'Union des marchés de capitaux. Dans l'après-pandémie, les « pompiers » efficaces contre la crise Covid doivent être relayés par les architectes, pour renforcer enfin l'Union économique européenne à côté de son Union monétaire.

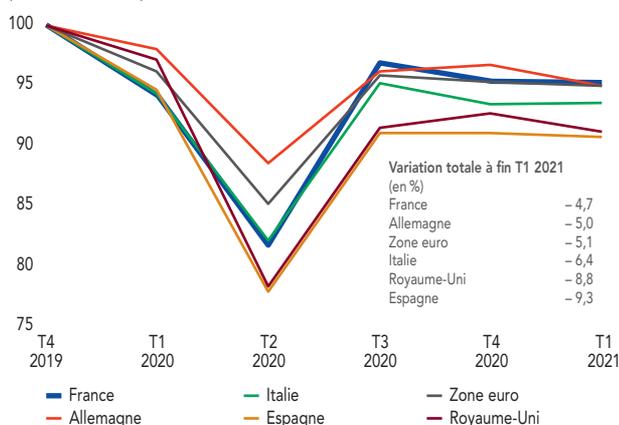
Cette « Lettre » est traditionnellement l'occasion de revenir sur les grands défis économiques du moment. Après les vingt ans de l'euro en 2019 et la crise de la Covid en 2020, elle est, cette année, centrée sur la politique monétaire en sortie de crise. Elle s'inscrit dans le cadre de la revue stratégique de politique monétaire, initiée l'année dernière par Christine Lagarde avec l'Eurosystème, déclinée cette année en France avec les événements « La Banque de France à votre écoute », et conclue le 8 juillet.

« La Banque de France à votre écoute » a contribué à instaurer un dialogue inédit avec le grand public. Jamais en effet l'intérêt vis-à-vis du rôle des banques centrales n'a paru aussi fort : la politique monétaire a joué un rôle décisif aux moments les plus critiques de la pandémie, ce qui explique en partie l'émergence de nouvelles demandes. Parmi elles, il faut démêler ce qui est excessif de ce qui est impératif : en d'autres termes, dire ce que les banques centrales ne peuvent pas faire, mais aussi clairement ce qu'elles peuvent – et doivent dès lors – faire. L'objectif principal de stabilité des prix reste naturellement notre boussole.

La photographie des économies française et européenne après quinze mois de crise sanitaire confirme la brutalité du choc subi depuis mars 2020 et l'efficacité d'un soutien budgétaire et monétaire sans précédent (1). Dans ce contexte, les attentes du grand public vis-à-vis de la politique monétaire se sont accrues, avec un fort besoin de clarté et de pédagogie (2). C'est aussi à l'aune de ces aspirations qu'il faudra traiter les grandes questions qui sont devant nous, qu'il s'agisse de la sortie progressive des programmes exceptionnels ou bien des défis plus structurels autour des deux dimensions environnementale et sociale (3).

Graphique 1 Évolution du PIB en Europe

(base 100 = T4 2019)



Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux.

Une photographie de l'économie et un bilan des mesures de soutien, après quinze mois de crise Covid

1.1 La France comparée au reste de l'Europe

Le choc de la pandémie a engendré un **choc** économique inédit en temps de paix. Le PIB de la zone euro a chuté de 6,7 % en 2020, avec un plongeon de 11,6 % sur le seul deuxième trimestre 2020. Selon les prévisions de l'Eurosystème de juin 2021, la zone euro retrouverait son niveau de PIB du quatrième trimestre 2019 lors du premier trimestre 2022. En 2020, la baisse du PIB a été plus forte en France (-8,0 %) que dans la zone euro, mais moins prononcée qu'au Royaume-Uni (-9,8 %). Après un choc plus fort aux deux premiers trimestres de l'année 2020, lors du premier confinement, notre pays a fortement rebondi à l'été. La France est à fin mars, avec l'Allemagne, le grand pays de la zone euro qui a le moins perdu depuis le début de la crise (cf. graphique 1).

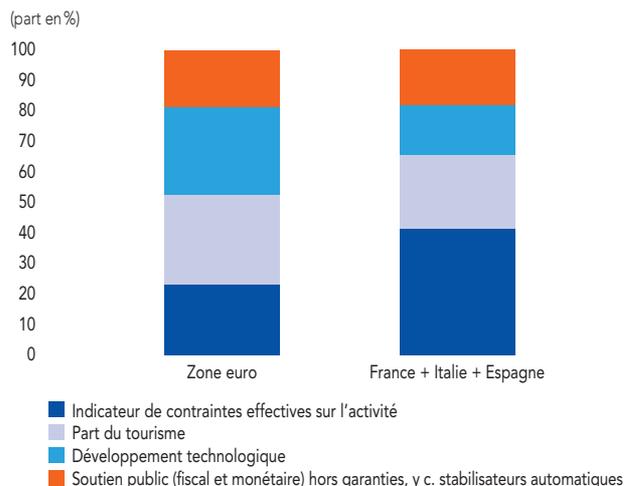
Le recours massif au dispositif d'activité partielle ¹ a permis d'amortir le **choc** social : les heures travaillées par salarié ont nettement diminué, mais le nombre de salariés en activité a beaucoup moins diminué que ce qu'on pouvait redouter au regard de la chute de l'activité (-1,0 % en 2020). Le taux de chômage mesuré est resté quasi stable. Ces dispositifs d'activité partielle, l'aide aux ménages les plus fragiles, et le fonds de solidarité pour les entrepreneurs individuels, ont permis de maintenir le pouvoir d'achat des ménages français, qui a augmenté en moyenne de 0,2 % par rapport à 2019.

1.2 L'Europe comparée au reste du monde

Les dirigeants et citoyens européens sont confrontés à un douloureux paradoxe. La crise financière de 2008 a commencé aux États-Unis et la crise Covid en Chine, et pourtant, à chaque fois, c'est l'Europe qui en paye le plus lourd tribut économique.

¹ En avril 2020, plus de 18 % des salariés des quatre plus grands pays de la zone euro ont été placés en activité partielle.

Graphique 2 Facteurs expliquant la différence d'amplitude en 2020 du choc Covid en Europe comparée aux États-Unis



Notes : L'indicateur de contraintes effectives sur l'activité est une moyenne entre un indice de rigueur des restrictions sanitaires (*Stringency Index* – Oxford) et un indice synthétisant le suivi des déplacements dans cinq catégories de lieux.

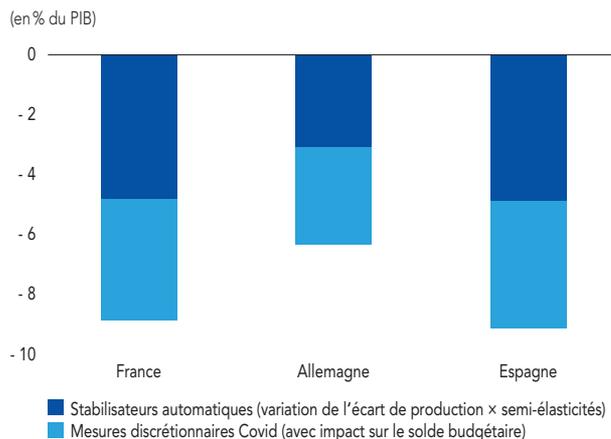
Sources : Fonds monétaire international (*Fiscal Monitor*), Banque mondiale, OCDE, Oxford University, Google Mobility, calculs Banque de France.

Dans les pays asiatiques, l'impact économique est resté à ce stade plus faible, surtout en Chine, qui en a profité pour accroître ses parts de marché. Au total, la Chine est la seule grande économie à avoir, en 2020, enregistré une croissance économique positive (+ 2,3 %).

Aux États-Unis, le nombre de contaminations a été plus élevé qu'en Europe, mais la perte de PIB a été deux fois plus faible qu'en zone euro (– 3,5 % en 2020) et trois fois plus faible qu'au Royaume-Uni. Premier facteur explicatif : les administrations américaines – fédérale et de chaque État – ont moins contraint l'activité, et les agents économiques ont moins restreint leurs déplacements, ce qui explique plus de 40 % de l'écart avec la France, l'Espagne et l'Italie (cf. *graphique 2*). Les différences de spécialisation expliquent aussi 40 % de l'écart, avec la moindre dépendance au tourisme et l'avance technologique des États-Unis. Le soutien public (budgétaire) plus élevé aux États-Unis n'expliquerait que moins de 20 % de la différence.

Le soutien à l'économie resterait élevé aux États-Unis en 2021 (autour de 10 % de PIB), essentiellement grâce au plan de soutien adopté en mars 2021 (Biden 1), qui prolonge des mesures d'urgence instaurées en 2020. Son ampleur (1 900 milliards de dollars) apparaît importante compte tenu de la reprise déjà bien amorcée. L'administration a déjà proposé deux plans de stimulus complémentaires : cependant, les plans Biden 2 (infrastructures) et

Graphique 3 Stabilisateurs automatiques et mesures Covid discrétionnaires dans trois grands pays de la zone euro en 2020



Source : Eurosysteme (données au 26 janvier 2021).

3 (mesures sociales) doivent encore être négociés au Congrès, et seront revus à la baisse.

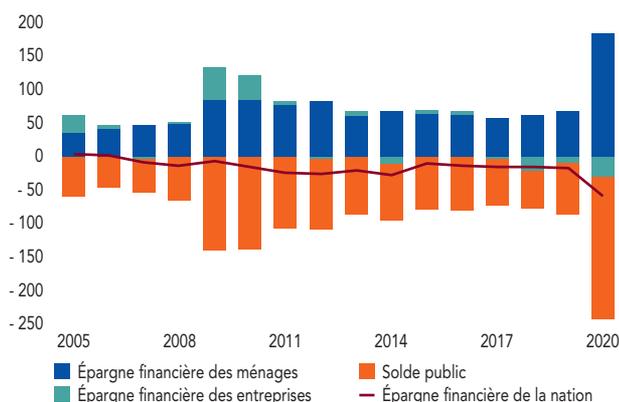
Ces plans répondent à certains besoins structurels de l'économie américaine, à savoir l'état dégradé des infrastructures et l'insuffisance des filets de protection sociale. La comparaison mécanique des montants budgétaires américains et européens n'a donc guère de signification.

1.3 Un soutien budgétaire fort et efficace en France et en Europe

Face au choc de la crise Covid, partout en Europe, les gouvernements ont apporté des réponses budgétaires fortes pour endiguer les effets d'un choc économique sévère. En France, la réaction discrétionnaire de la politique budgétaire, c'est-à-dire les mesures effectives de soutien hors trésorerie et stabilisateurs automatiques, a représenté 4,1 % du PIB en 2020, soit environ 90 milliards d'euros. Cette réaction est proche du soutien moyen en zone euro (au-dessus de 4 % du PIB en 2020), et légèrement plus forte que celle de l'Allemagne. En France, comme dans les autres grands pays de la zone euro, si l'on ajoute à ces mesures une évaluation de l'effet habituel des stabilisateurs automatiques de la politique budgétaire, l'impact total sur le solde budgétaire s'en trouve quasi doublé² (cf. *graphique 3 supra*).

Graphique 4 Épargne financière de la nation et contreparties en France

(en milliards d'euros)



Sources : Insee, comptes nationaux.

Globalement, et malgré les critiques symétriques concernant d'éventuels effets d'aubaine, ou d'insuffisances, la réaction des gouvernements en France et dans les autres grands pays de la zone euro apparaît avoir été adaptée. Elle a massivement joué le rôle d'« amortisseur » de la crise Covid pour les ménages et les entreprises. La désépargne publique massive a donc son « miroir » dans une forte épargne des ménages (cf. graphique 4) et dans une dégradation limitée du besoin de financement des entreprises ; mais dans l'ensemble la France a emprunté au reste du monde en 2020, ce que traduit le déficit nettement accru de nos comptes extérieurs.

Les restrictions sanitaires ayant continué à affecter les économies de la zone euro début 2021, les gouvernements ont réagi en élargissant les mesures de soutien existantes. Dans l'ensemble, le soutien budgétaire discrétionnaire resterait très conséquent en 2021 (environ 4,4 % du PIB en France, aligné semble-t-il sur le soutien moyen en zone euro). Environ 1,1 % du PIB de ces mesures financeront la relance en France. Après les mesures d'urgence, du côté de la demande et des ménages, est en effet venue la « deuxième jambe » des plans de relance et de reconstruction, du côté de l'offre et des entreprises, aux niveaux national et européen : c'est le plan français de 100 milliards d'euros présenté en septembre 2020 et, au niveau européen, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) de 750 milliards d'euros, l'instrument historique de l'Union européenne décidé en juillet 2020 et qui commence à être mis en œuvre à l'été 2021.

Maintenant, une reprise qui se joue du côté de l'offre

Le rebond français en 2021 s'annonce plus fort qu'initialement prévu : ainsi la Banque de France a régulièrement réévalué sa prévision de croissance, de 5 % en décembre à 5 ½ % en mars, puis 5 ¾ % en juin. Notre dernière enquête mensuelle de conjoncture à début juillet conforte encore cette tendance, et d'éventuelles restrictions sanitaires induites par le variant Delta ne l'affecteraient pas significativement. En effet, les vagues de confinement passées ont touché de moins en moins notre économie, et la vaccination la protège de mieux en mieux. Sous réserve que les progrès de cette vaccination continuent, c'est à court terme la mesure économique la plus efficace. Ceci vaut plus encore à l'échelle mondiale et le FMI en estime le coût à seulement 50 milliards de dollars³, pour vacciner 40 % de la population en 2021 et 60 % en 2022. Cet appel n'a malheureusement pas été suivi d'effet, et beaucoup préfèrent se perdre dans un débat sur les volumes des plans européens supposément insuffisants par rapport aux « paquets Biden » (cf. supra). Il faut donner la priorité à la **rapidité** d'exécution de ces plans et à leur **qualité**. La clé est notre capacité à cibler les besoins les plus pertinents pour préparer l'avenir : les investissements de transformation « schumpetériens⁴ », dans les transitions numérique et écologique, et dans les compétences.

Le goulet d'étranglement sur la croissance française à mi-2021, en effet, n'est pas dû à l'insuffisance de dépenses publiques, mais à la réapparition, déjà, de difficultés de recrutement pour 44 % des entreprises⁵. Il n'est guère de réformes plus essentielles en France que celles augmentant la quantité et la qualité de l'offre de travail disponible : par la formation, la réduction du sous-emploi des jeunes et des seniors, le travail rendu plus incitatif. La force de la reprise se jouera du côté de l'offre, plus encore que de la demande, d'autant que celle-ci pourra s'appuyer sur une « épargne Covid » des ménages pouvant atteindre 180 milliards d'euros, soit 7 % du PIB, à fin 2021. Le succès du rebond ne passe donc pas par un supplément de dépenses publiques. Compte tenu de la vigueur de la croissance attendue (plus de 10 % en cumulé sur 2021-2022), les « dépenses d'urgence » Covid devraient cesser d'ici la fin de cette année. Les dispositifs de « relance » doivent rester temporaires, et exclure toute nouvelle dépense pérenne.

3 D'autres évolutions ont cependant affecté à la marge le solde budgétaire, qui s'est dégradé en France de « seulement » 7 points de PIB entre 2019 et 2020.

3 Agarwal (R.) et Gopinath (G.) (2021), « A proposal to end the Covid-19 pandemic », FMI, mai.

4 Villeroy de Galhau (F.) (2020), « Quels remèdes au déficit d'investissement européen dans l'innovation ? », discours, mai.

5 Banque de France, *Point sur la conjoncture française à début juillet 2021*.

1.4 La réaction de politique monétaire de l'Eurosystème

Face à une crise sans précédent, et parallèlement aux mesures budgétaires des gouvernements et de l'Union européenne, la politique monétaire de l'Eurosystème a apporté un **soutien rapide, fort et efficace**. Dès mars 2020, le Conseil des gouverneurs a décidé la mise en place de deux programmes exceptionnels : le premier pour les acteurs qui se financent via les banques, c'est-à-dire les ménages et la plupart des entreprises, dont les PME (les opérations ciblées de refinancement à plus long terme – TLTRO⁶ en anglais), totalisant plus de 1 800 milliards d'euros tirés depuis juin 2020; le second pour ceux qui se financent via les marchés, c'est-à-dire les grandes entreprises et les États (le programme d'achats d'urgence face à la pandémie – PEPP⁷ en anglais), pour une enveloppe indicative désormais portée à 1 850 milliards d'euros. L'Eurosystème a ainsi posé les fondations d'un véritable « pont de financement » pour aider les acteurs économiques à traverser cette crise.

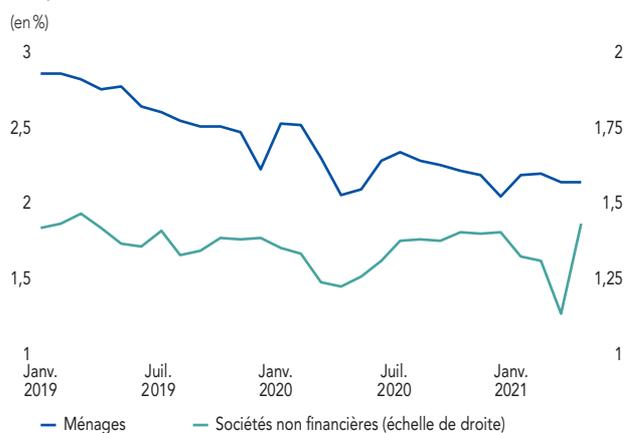
Ce faisant, nous avons agi au nom même de notre mandat de stabilité des prix. La crise Covid a eu un fort effet désinflationniste : l'inflation de la zone euro est passée de 1,2 % en 2019 à 0,3 % en 2020. La politique monétaire a permis un résultat très concret : elle a **maintenu des conditions de financement favorables** dans toutes les économies, pour tous les acteurs économiques, y compris les entreprises et les ménages (cf. graphiques 5 et 6). Contrairement à ce qui s'était passé lors des crises précédentes et notamment en 2008-2009, les taux d'intérêt ne se sont pas tendus, et les volumes de crédit ne se sont pas contractés : ils ont même au contraire significativement

augmenté en France, grâce notamment au succès des prêts garantis par l'État (PGE, près de 140 milliards d'euros⁸). Le stress sur les marchés financiers a été vite maîtrisé, ce qui a permis le fonctionnement quasi normal des systèmes bancaire et financier. Les taux des obligations des États ont diminué significativement, pour retrouver leurs niveaux pré-Covid dès octobre 2020.

L'**efficacité de nos instruments** est mesurable sur le niveau d'inflation mais également sur la croissance et sur l'emploi. D'après les estimations de la BCE⁹, l'ensemble des mesures de politique monétaire prises en 2020 devrait avoir un effet cumulé sur 2020-2022 de l'ordre de 1 % sur l'inflation et de 1,6 % sur la croissance du PIB. Grâce à ces mesures, on évalue que la zone euro a pu préserver environ 2 millions d'emplois sur cette même période. En présence de ce choc désinflationniste qu'a représenté la crise Covid, nous avons donc eu une **convergence des objectifs entre stabilité des prix et rebond de l'activité**.

L'Eurosystème a ainsi déployé une **force d'intervention similaire à la Réserve fédérale américaine (Fed)**. L'augmentation des bilans des banques centrales, qui reflète les volumes d'achats (cf. graphique 7), montre que la réponse de l'Eurosystème a même été supérieure à celle de la Fed en termes de pourcentage de PIB (+ 22 %, contre + 16 %). Rapportée au PIB, la taille du bilan de l'Eurosystème est au total près de deux fois supérieure à celle de la Fed. Les taux d'intérêt en zone euro sont parmi les plus bas au monde : ceci vaut à court terme comme à long terme, et tant au niveau nominal que réel – déduction faite de l'inflation.

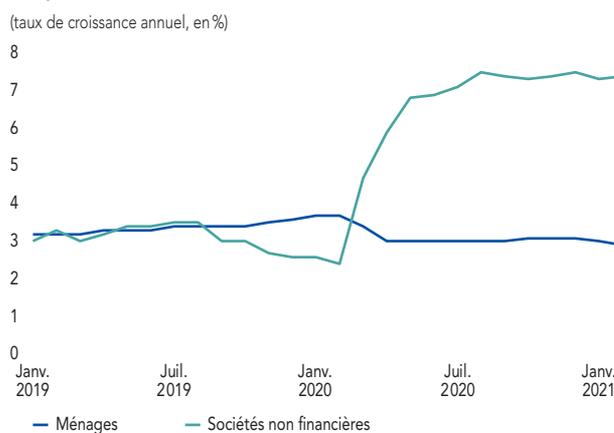
Graphique 5 Taux des crédits nouveaux en zone euro



Note : La nette baisse des taux en zone euro aux T2 et T3 2020 est due à la mise en œuvre du dispositif de prêts garantis par l'État.

Source : BCE.

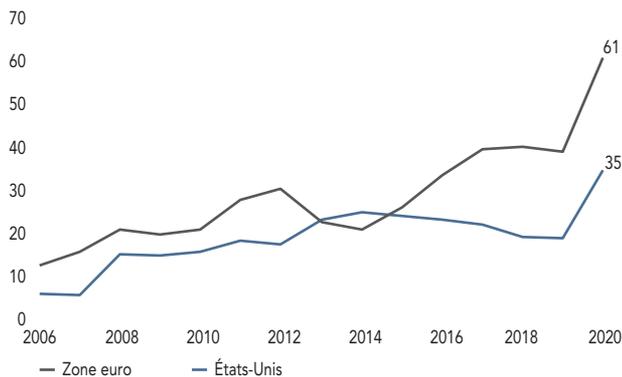
Graphique 6 Variation des encours de crédit en zone euro



Source : BCE.

Graphique 7 Évolution des bilans de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale

(en % du PIB)



Sources : BCE, Réserve fédérale (Fed), Eurostat.

1.5 La Banque de France a renforcé son action pour aider les plus touchés par la crise

Au-delà de la politique monétaire, la Banque de France a agi sur plusieurs fronts essentiels. Grâce à son réseau de succursales, elle a continué d'assurer **l'accompagnement des ménages en difficulté**, avec le traitement du surendettement. L'année 2020 a été atypique à cet égard, avec d'abord une forte baisse des dépôts de dossiers, sous l'effet du premier confinement, puis, à compter de l'été, un retour à des niveaux plus habituels. Pour autant, et heureusement, il n'y a pas d'effet de « rattrapage » de difficultés qui se seraient accumulées : sur les six premiers mois de 2021, le nombre de dossiers de surendettement reste inférieur de près de 15 % par rapport à la même période en 2019.

La Banque de France a également fortement soutenu les **entreprises**. La Médiation nationale du crédit, présente dans chaque département, a traité plus de 14 000 dossiers en 2020 – soit 14 fois plus qu'en 2019 –, dont une large majorité de TPE. Elle a ainsi contribué à sauvegarder près de 80 000 emplois. Les saisines de la Médiation ont logiquement beaucoup diminué en 2021, tombant à 500 par mois au premier trimestre et à moins de 300 au cours des derniers mois. Grâce à ses correspondants TPE-PME présents dans chaque département, la Banque de France a également accompagné plus de 13 000 entreprises depuis le 16 mars 2020.

Enfin, la **surveillance de la santé financière des banques et des assurances** a été renforcée par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Fortes de

leur solvabilité renforcée par les réglementations de Bâle, les banques françaises ont été cette fois au cœur des solutions et non à l'origine d'une crise de nature extra-financière. Les superviseurs français et européens ont encouragé l'utilisation de « coussins » et de flexibilités contracycliques pour permettre aux banques d'absorber ce choc exceptionnel et de maintenir leur capacité à financer l'économie réelle.

2

Ce que les Français nous disent sur la politique monétaire

Depuis trente ans, le mode de communication des banques centrales a radicalement changé. Elles sont passées d'une communication limitée et très technique à une communication beaucoup plus ouverte¹⁰. Pour la politique monétaire, le défi est maintenant de passer de la *transparence* vers les experts et les marchés à la *clarté* vers des publics différents et plus larges.

Cette transformation répond bien sûr à une exigence démocratique : rendre compte au public de notre action est la contrepartie de l'indépendance des banques centrales¹¹. Ainsi, depuis la création de l'euro, chaque année, le président de la BCE est auditionné quatre fois par les parlementaires européens ; il tient huit conférences de presse ; et depuis 2015, la BCE publie systématiquement un compte rendu de ses débats de politique monétaire. La Banque de France est très souvent auditionnée par le Parlement (32 fois en 2020, dont cinq fois pour le gouverneur) pour l'informer de ses actions ; elle communique sur ses enquêtes et ses analyses économiques auprès de tous les Français, à la fois sur son site Internet et par les médias.

6 Targeted longer-term refinancing operations.

7 Pandemic emergency purchase programme.

8 Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, situation au 25 juin 2021.

9 Présentation d'Isabel Schnabel pour le PIB et l'inflation (webinaire en allemand : « Die Geldpolitik der EZB in der Corona-Krise », 14 avril 2021). L'effet emploi est déduit avec les élasticités de Hartmann (P.) et Smets (F.) (2018), « The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy », Working Paper Series, BCE, n° 2219.

10 Blinder (A. S.) (2008), *The quiet revolution: central banking goes modern*, Yale University Press.

11 Trichet (J.-C.) (2005), « Communication, transparency and the ECB's monetary policy », discours au club international des journalistes économiques de Francfort, janvier.

QUELQUES EXEMPLES DE NOS ACTIONS DE COMMUNICATION

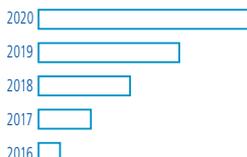
RAYONNER PLUS LARGEMENT
DANS LES MÉDIAS CLASSIQUES
ET DIGITAUX



13 138
retombées
média

+ 27 %
vs 2019

ENGAGER SUR LES RÉSEAUX SOCIAUX



+ de **132 000**  abonnés
LinkedIn

+ de **798 000**  vues sur un an
YouTube

DIFFUSER ET ÊTRE AU SERVICE
DE L'ENSEMBLE DES PUBLICS
SUR L'ÉCOSYSTÈME NUMÉRIQUE



+ de **5,2 MILLIONS**
de visites

dont 1 million de pages vues
sur *Covid-19 et l'économie,*
les clés pour comprendre
mis en ligne en avril 2020

Dans le cadre de la revue de stratégie de politique monétaire, nous avons en outre organisé avec les Commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat deux réunions d'échanges ouverts et informels sur la politique monétaire, respectivement en mai et juin 2021. Trois thèmes sont particulièrement revenus au cours de ces échanges :

- i) le **mandat** de la BCE, en lien avec la détermination de notre cible d'inflation et notre capacité à lutter contre le réchauffement climatique ;
- ii) les **conditions de la sortie de crise**, avec des préoccupations fortes exprimées autour de la dette publique et de la situation des entreprises ;
- iii) les risques sur la **stabilité financière** et l'éventuelle survalorisation des actifs financiers, qui pourraient être liés aux taux négatifs et aux instruments non conventionnels de l'Eurosystème.

Plus particulièrement sur le premier semestre 2021, le dialogue mené avec la société civile dans le cadre de « La Banque de France à votre écoute » nous a permis de mieux comprendre les attentes des Français par rapport à notre mission de politique monétaire. Au total, nous avons organisé 17 rencontres et événements, notamment grâce à notre réseau sur tout le territoire. Nous avons été en contact en ligne au 7 juillet avec près de 260 000 Français – dont 145 000 jeunes –, et avons recueilli directement de leur part plus de 600 questions. Nous y avons ajouté un sondage de l'institut CSA auprès de 5 000 personnes, et un panel représentatif de 30 citoyens.

2.1 « La Banque de France à votre écoute » : retour sur nos rencontres avec les Français

« La Banque de France à votre écoute » veut répondre à un paradoxe : le soutien à l'euro atteint en 2021 un plus haut niveau historique, avec 79 % d'opinions favorables des Européens (et 70 % des Français) d'après le dernier

LA BANQUE DE FRANCE à votre écoute !



Événement national
du 8 février

10 000 en *live*
+ de **100 000** en *replay*¹



Consultation des députés et des sénateurs
les 6 mai et 16 juin
(inédite au sein de l'Eurosystème)



Échange avec la jeunesse
du 30 juin
Interview du gouverneur par Cyrus North
+ de **145 000** vues
Voir la vidéo²



Nombre total de questions posées
+ de **600**

EN RÉGIONS



Audiences régionales cumulées
live + replay
+ de **12 000**
Voir les replays³

Trois sources complémentaires ont été mobilisées pour recueillir l'avis de nos concitoyens :

- L'Eurobaromètre, sondage semestriel effectué auprès des citoyens des 19 pays de la zone euro, mesure le soutien à l'euro et à la Banque centrale européenne depuis 1999.
- Un sondage réalisé en janvier 2021 par l'institut CSA, par téléphone, auprès de 5 000 Français, et portant sur leur connaissance de la politique monétaire et du niveau des prix.
- Un panel représentatif de 30 citoyens interrogés en ligne pendant une semaine sur leur perception de l'action de la Banque centrale, avant et après avoir reçu les informations pédagogiques sur l'action de la politique monétaire.

¹ <https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france-votre-ecoute>

² <https://www.youtube.com/>

³ <https://www.banque-france.fr/>

Eurobaromètre¹². Pourtant la confiance dans la BCE n'est que de 46 % dans la zone euro et 40 % en France.

Une politique mal connue mais qui intéresse les Français

Cette divergence tient sans doute au fait que l'euro est une expérience concrète, alors que le rôle précis des banques centrales est encore mal connu par les citoyens. Chacun constate combien l'euro facilite les paiements, au jour le jour et de manière transfrontalière. En revanche, la connaissance de la BCE relève des spécialistes. D'après l'Eurobaromètre¹³, si 86 % des Européens et 83 % des Français ont entendu parler de la BCE, seuls 28 % des

Européens (et 20 % des Français) connaissent précisément le mandat qui lui est confié. S'agissant de la politique monétaire, 53 % des Français interrogés par le sondage CSA en janvier 2021 déclarent ne pas connaître du tout la politique monétaire. Cette méconnaissance n'est pas un phénomène nouveau ni spécifique à la France¹⁴.

¹² Enquête Eurobaromètre, Commission européenne, mai 2021.

¹³ BCE, *Travaux d'études* (en cours).

¹⁴ À titre d'exemple, c'était déjà le cas aux Pays-Bas et en Autriche il y a dix ans. Cf. Van der Cruysen (C.A.) et Eijffinger (S.C.) (2010), « From actual to

perceived transparency: the case of the European Central Bank », *Journal of Economic Psychology*, vol. 31, n° 3, p. 388-399 pour les Pays-Bas, et Rumler (F.) et Valderrama (M. T.) (2020), « Inflation literacy and inflation expectations: evidence from Austrian household survey data », *Economic Modelling*, vol. 87(C), p. 8-23 pour l'Autriche.

En France, l'analyse des réponses à notre enquête CSA montre que les sondés qui déclarent connaître la politique monétaire sont en majorité des hommes, diplômés au moins du baccalauréat, et gagnant plus de 2 000 euros par mois¹⁵. Mais au-delà de ces caractéristiques socio-économiques, le fait d'être sensibilisé aux défis économiques du moment – comme la dette – explique aussi, pour une grande part, la connaissance de la politique monétaire. En intéressant les Français aux enjeux économiques et financiers, la politique monétaire peut donc être mieux comprise. Nous l'avons expérimenté lors du panel citoyens en recueillant leur avis *avant* et *après* la présentation de quelques notions fondamentales, avec des supports pédagogiques et accessibles.

Beaucoup d'interrogations sur l'inflation

Logiquement, les thèmes liés à l'inflation sont une des premières sources de questions dans nos rencontres (16 % du total). Le sondage CSA montre par ailleurs que les Français sont près de la moitié (43 %) à considérer que les prix ont augmenté de plus 2 % depuis un an, alors que l'inflation n'a été que de 0,5 % en 2020.

Cette mauvaise perception de l'inflation effective représente un défi pour les grandes banques centrales. Cet enjeu est semblable aux États-Unis ou dans les autres pays européens¹⁶. Cependant, d'après le sondage CSA, les personnes interrogées ont 10 % de chance de plus de connaître le niveau d'inflation de l'année si elles ont une connaissance de base de la politique monétaire.

Parmi les points les plus régulièrement soulevés lors de nos exercices d'écoute figure la **demande de meilleure prise en compte du coût du logement**, en particulier pour les propriétaires occupants. C'est donc, à juste titre, un des sujets décidés dans la revue stratégique de la politique monétaire.

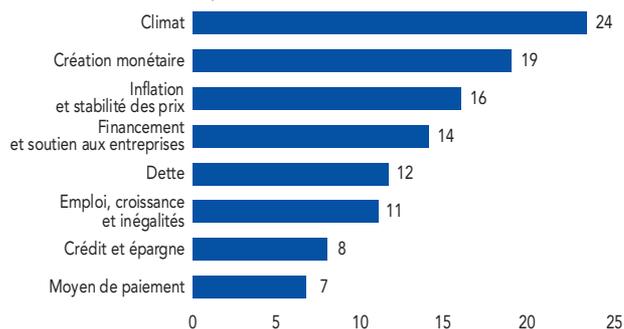
Au-delà de la stabilité des prix, de fortes préoccupations exprimées par nos concitoyens

La concomitance de notre consultation et de la pandémie a conduit les Français à exprimer leurs préoccupations sur la situation économique du pays. Ainsi, 84 % d'entre eux se déclarent inquiets de la situation économique et 76 % du niveau de la dette publique.

Les Français s'interrogent également sur les autres objectifs que la BCE devrait prendre en compte au-delà de la stabilité économique et de la stabilité du système financier. Le climat représente ainsi 24 % des questions posées lors des rencontres (cf. graphique 8).

Graphique 8 Les questions que les Français ont posées à la Banque de France

(thèmes, en % du nombre de questions)



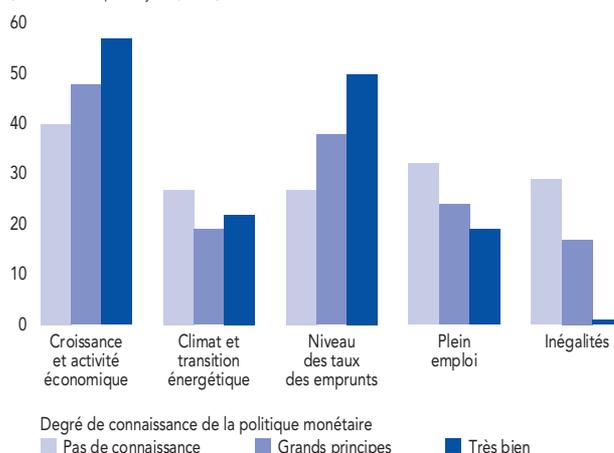
Notes : Questions posées (425 au 28 juin 2021) lors des événements « La Banque de France à votre écoute ». Le total est supérieur à 100% car 17% des questions appartiennent à deux thèmes et 4% à trois thèmes (ce qui est par exemple le cas des questions sur le rôle de la politique monétaire dans la lutte contre le changement climatique).

Source : Banque de France.

Les inégalités sont un enjeu pour 29 % des Français d'après le sondage CSA, mais qui ne doit pas nécessairement selon eux être traité par la politique monétaire. Les inégalités ne représentent que 8 % des questions posées et les sondés connaissant mieux la politique monétaire ne pensent pas que la Banque centrale doit en faire un objectif (cf. graphique 9).

Graphique 9 Perception des préoccupations que la Banque centrale pourrait avoir au-delà de la stabilité des prix, selon le degré de connaissance de la politique monétaire

(choix de chaque objectif, en %)



Note : La question posée est : « Outre son objectif principal de stabilité des prix, quelles sont à votre avis les deux principales préoccupations que la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales (comme la Banque de France) doivent avoir ? »

Sources : Sondage CSA, estimations Banque de France.

Encadré 1

QU'AVONS-NOUS RETENU DE CE QUE NOUS A DIT LA CINQUANTAINE D'INTERVENANTS REPRÉSENTANT LA SOCIÉTÉ CIVILE (MONDE ENSEIGNANT, ASSOCIATIONS DE FAMILLES, CHEFS D'ENTREPRISE, BANQUIERS, ÉTUDIANTS) LORS DE NOS RENCONTRES ?

« Expliquez-nous, mais avant cela, entendez-nous »

En période de crise, la demande de clés de lecture des mécanismes économiques s'accroît, mais avec une forte demande de concret pour relier les informations reçues aux préoccupations du quotidien. Les actions menées au titre de notre mission d'éducation financière, impliquant les publics (jeux, etc.), sont donc d'autant plus importantes.

La Banque centrale est perçue comme très présente pendant la crise

Si les instruments de la politique monétaire sont très mal connus, l'action sur le niveau des taux d'intérêt et l'impact sur les conditions d'emprunt ont été souvent cités. Les panélistes ont de même régulièrement évoqué la conjoncture économique et nos prévisions qui peuvent contribuer à réduire le niveau d'incertitude. Toutefois, des attentes très larges ressortent au-delà de nos missions : remboursement des prêts garantis par l'État (PGE), soutien public au sortir de la crise, coût du logement, coût des matières premières, difficultés de recrutement et besoin de formation sont des thèmes récurrents.

L'engagement de la Banque de France en faveur des populations les plus fragiles

Cet engagement répond à des préoccupations réelles : accompagnement des personnes en situation de surendettement, inclusion bancaire et plafonnement des frais bancaires sont des sujets qui ont été régulièrement abordés.

Les questions posées lors de l'événement organisé pour le public jeune rejoignent largement les thématiques exposées ci-dessus. Toutefois, les enjeux liés aux crypto-actifs – dont le bitcoin – et plus largement aux monnaies numériques y ont suscité beaucoup plus d'intérêt.

2.2 Comment communiquer plus clairement et efficacement sur la politique monétaire

Au-delà d'une responsabilité démocratique essentielle, l'objectif de clarté répond à un véritable enjeu d'**efficacité économique**. Une politique monétaire mieux comprise sera mieux transmise à l'ensemble des acteurs économiques, y compris les ménages et les entreprises. Et elle sera ainsi plus efficace. Pour **renforcer sa communication**, la Banque de France va donc mener une série d'actions concrètes autour de trois engagements :

- Mesurer les anticipations d'inflation des PME et des ménages ;
- Rencontrer et interroger plus régulièrement les Français ;
- Adapter en continu nos supports et les rendre toujours plus accessibles.

Mesurer les anticipations d'inflation des PME et des ménages

Chaque acteur économique contribue par son comportement à l'efficacité de la politique monétaire. Par exemple, en période de récession économique, si le public est convaincu que l'inflation restera autour de la cible de 2 %, cela contribue à éviter une spirale déflationniste. Selon une étude de la Banque de France, c'est surtout la bonne perception de la *variation* de l'inflation, plus qu'une connaissance experte de son *niveau*, qui entraîne les variations de la consommation ¹⁷.

15 L'analyse du profil type du Français déclarant connaître la politique monétaire a été conduite sur la base de l'analyse des réponses individuelles à la question « De manière générale, à quel point estimez-vous connaître les sujets de politique monétaire, y compris l'objectif primaire de la BCE et des banques centrales nationales ? », avec trois modalités de réponse : « Pas du tout », « Les grands principes », « Très bien ». Afin de dresser le profil type, nous étudions chaque réponse selon les caractéristiques socio-économiques de l'individu, ses réponses aux autres questions du sondage (notamment celle sur les principaux

défis économiques du moment), ses inquiétudes personnelles ou son jugement sur la politique monétaire.

16 Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.), Kumar (S.) et Pedemonte (M.) (2020), « Inflation expectations as a policy tool? », *NBER Working Papers*, n° 24788, juin.

17 Andrade (P.), Gautier (E.) et Mengus (E.) (2021), « What matters in households' inflation expectations ? », *CESifo Working Papers*, n° 9005, avril (version révisée – précédente version : Banque de France, *Working Paper*, n° 770, juin 2020).

En particulier lorsque les taux d'intérêt sont bas, si les acteurs économiques anticipent une hausse modérée des prix, cela stimule la consommation et l'investissement et contribue à stabiliser l'économie.

Pour mieux guider la prise de décision en matière de politique monétaire, la Banque de France s'engage à mesurer, tous les trimestres, l'opinion des dirigeants d'entreprise sur le niveau et l'évolution futurs des prix et des salaires. Après une phase de test menée en 2020 en régions Hauts-de-France et Provence-Alpes-Côte d'Azur, le questionnaire sera généralisé au cours de l'hiver prochain aux 8 500 chefs d'entreprise interrogés dans le cadre de notre enquête mensuelle de conjoncture. La BCE mènera en parallèle une enquête sur l'inflation et son évolution auprès des ménages de cinq pays européens, dont 2 000 Français.

Rencontrer et interroger plus régulièrement les Français

Renforcer la confiance du public requiert un dialogue régulier et une démarche pédagogique volontaire afin d'aider nos concitoyens à mieux comprendre les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Réciproquement, ces rencontres avec les Français enrichissent considérablement notre expertise des enjeux concrets remontés du terrain. De ce point de vue, ces échanges représentent un exercice stratégique de partage bien au-delà d'opérations de communication ponctuelles.

Les rencontres « La Banque de France à votre écoute » seront reconduites chaque année en ligne, sous l'intitulé de « Rencontres annuelles de la politique monétaire ». Elles seront systématiquement accompagnées d'une enquête menée auprès d'un échantillon représentatif de 5 000 Français. Les « 20 ans de l'euro fiduciaire » seront au cœur de l'édition 2022.

Adapter en continu nos supports et les rendre toujours plus accessibles

Nos supports de communication constituent des outils importants de notre stratégie d'ouverture au grand public. Ils seront repensés afin d'être plus accessibles, didactiques et innovants.

A. Des supports plus accessibles sur le fond et la forme

Nous valoriserons, dans un langage clair, les liens étroits entre les missions de la Banque de France et la vie quotidienne des Français, notamment lors des prises de parole de nos experts. Nous veillerons également à ce que nos nombreuses ressources pédagogiques (« ABC de l'économie ¹⁸ », « Les clés de l'économie ¹⁹ ») sur la politique monétaire soient répertoriées, par thématique, dans une banque de ressources unique.

B. Des supports plus didactiques pour tous les publics

Nous associerons de manière plus systématique les publics les moins experts (actifs non spécialistes ou publics jeunes et scolaires). Par exemple, avec la Cité de l'économie à Paris, Citéco, un programme adapté – et gratuit – de conférences sera conçu pour les jeunes et les scolaires sur le thème « La politique monétaire et vous ».

C. Des supports plus innovants

Tous nos événements seront organisés en mode hybride (présentiel et en ligne) afin de favoriser leur suivi par le plus large public. Nous systématiserons également l'usage de nouveaux supports et outils de communication (infographies, vidéos, *podcasts*, etc.) pour valoriser au mieux nos messages.

Loin d'être circonscrite à la seule Banque de France, cette démarche de plus grande ouverture et de meilleure accessibilité doit également être poursuivie par l'ensemble de l'Eurosystème. De ce point de vue, la BCE partagera mieux avec le grand public les décisions de politique monétaire et sa stratégie. Après chaque réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, un langage plus simple et accessible, appuyé par davantage de visuels et de contenus interactifs, permettra de renforcer la compréhension de nos mesures et, *in fine*, leur efficacité, au travers de la Déclaration de politique monétaire (*Monetary Policy Statement*).

Les grandes questions devant nous, abordées notamment dans le cadre de la revue stratégique

La crise Covid a accru les attentes du grand public vis-à-vis des banques centrales. Ces attentes inédites nous honorent : elles marquent la confiance des citoyens, qui bénéficient directement des mesures prises par l'Eurosystème, mais elles imposent également un discours de vérité face au risque d'attentes excessives. C'est l'objet de la revue stratégique, dont les conclusions ont été présentées le 8 juillet par Christine Lagarde.

Notre premier défi est celui de la sortie progressive des programmes exceptionnels, et du débat sur un éventuel retour de l'inflation (3.1) : la BCE maintiendra une politique monétaire accommodante aussi longtemps que nécessaire. Pour autant, il faudra traiter la question de la dette publique. Mais, au-delà même de la crise Covid, les banques centrales peuvent aujourd'hui mieux prendre en compte les deux dimensions environnementale et sociale (3.2).

3.1 Quelle sortie progressive des programmes exceptionnels ?

Dans une reprise entourée d'incertitudes, une chose est sûre : la sortie progressive des programmes exceptionnels doit être guidée par une boussole unique, notre objectif d'inflation. L'inflation est à nouveau au cœur d'un intense débat : celui-ci est passé en quelques mois des questionnements sur la faiblesse structurelle d'une « inflation manquante » – depuis une décennie maintenant – aux craintes d'un retour d'une inflation excessive. Ce sont ces deux pôles qu'il faut éclairer.

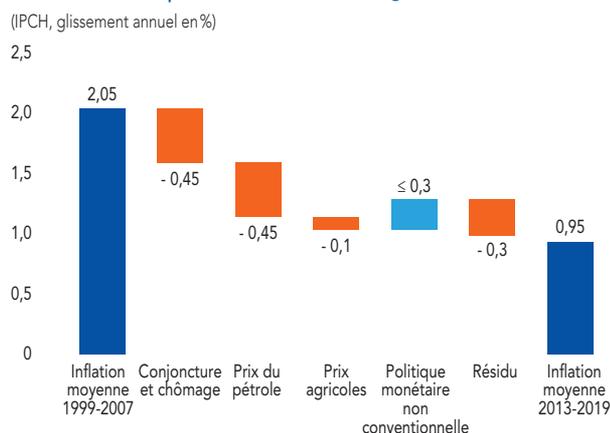
Du manque d'inflation au retour de l'inflation ?

La Banque centrale se doit d'abord de rendre compte de la trajectoire des années passées. La « disparition de l'inflation » – en fait sa réduction sensible – a été un phénomène mondial. L'inflation en zone euro est ainsi passée d'une moyenne de 2,1 % sur la période 1999-2007 à une moyenne de 1,0 % sur la période 2013-2019. Aux États-Unis, l'inflation (mesurée par l'indice de prix des dépenses de consommation personnelle – indice PCE²⁰) a connu une baisse comparable de 0,8 point, passant de 2,2 % à 1,4 % entre les deux périodes.

D'après une analyse de la Banque de France²¹, dans la zone euro, deux facteurs expliquent l'essentiel de l'écart

entre le niveau d'inflation observé et notre objectif : la faiblesse de la conjoncture et la baisse du prix du pétrole. La Grande Récession et la crise de la dette souveraine ont en effet durablement affaibli la demande et l'emploi entre 2008 et 2012 et, par conséquent, les prix. Le fort recul du prix du pétrole après 2014 a fait baisser à la fois directement la composante énergie des prix à la consommation, et indirectement les coûts de production des biens hors énergie et des services. La politique monétaire non conventionnelle a permis de limiter ces effets désinflationnistes. Sans cette politique, l'inflation annuelle moyenne aurait été inférieure d'environ 0,3 point de pourcentage entre 2014 et 2019. Reste alors une part inexpliquée de la baisse de l'inflation, qui représente au plus 0,3 point de pourcentage en moyenne depuis 2013, et que l'on peut attribuer à des causes structurelles : mondialisation, numérisation, changement des négociations salariales, etc. (cf. graphique 10).

Graphique 10 Décomposition de la baisse de l'inflation moyenne en zone euro entre 1999-2007 et 2013-2019 (courbe de Phillips avec taux de chômage)



Note : Les valeurs sont arrondies à 0,05.

Source : Banque de France (Bulletin n° 234/7).

Depuis le début de l'année 2021, certains craignent au contraire un retour de l'inflation : celle-ci a connu une hausse sensible (de -0,3 % en décembre 2020 à +1,9 % en juin 2021 en zone euro, et de 0 % à +1,9 % en France), qui ne doit toutefois pas être surinterprétée. Certes, les difficultés d'approvisionnement sont réelles et se font

18 <https://abc-economie.banque-france.fr/>

19 <https://www.citeco.fr/> – Rubrique : Les clés de l'éco.

20 Personal consumption expenditures price index.

21 Diev (P.), Kalantzis (Y.), Lalliard (A.) et Mogliani (M.) (2021), « Comment expliquer la faiblesse de l'inflation en zone euro depuis 2013 ? », Bulletin de la Banque de France, n° 234/7.

particulièrement sentir sur certaines matières premières. Ainsi, en juin 2021, le rebond des prix de l'énergie (+ 12,5 % sur un an en zone euro), dans le sillage de ceux des produits pétroliers, explique à lui seul plus de la moitié de l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sur un an (+ 1,9 %). Dans l'industrie et le bâtiment en France, 50 à 60 % des entreprises font désormais état de difficultés d'approvisionnement, du bois aux semi-conducteurs. Toutefois, au vu des deux dernières décennies, ces « goulets d'étranglement » sont en général temporaires, et les entreprises tendent à absorber ces pics de prix en compressant leurs marges. L'inflation sous-jacente en zone euro (hors alimentation et énergie) reste, quant à elle, à + 0,9 % en juin, après + 0,2 % en décembre. Le retour de la TVA à son taux normal en Allemagne explique en outre près de 0,4 point de cette hausse.

Au total, ces effets probablement transitoires ne devraient pas entraîner de hausses de salaires significatives. Ils ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère globalement désinflationniste de la crise sanitaire. L'inflation de la zone euro resterait en 2023 à un niveau faible, à + 1,4 %²² : aujourd'hui, il n'y a donc pas de risque de retour durable de l'inflation en zone euro. La situation peut être différente aux États-Unis, où l'inflation a atteint 5 % en mai (avec là aussi nombre d'éléments temporaires), et où certains économistes s'inquiètent d'une surchauffe de l'économie.

Face à une inflation en dessous de notre objectif, notre devoir est de maintenir une politique monétaire accommodante en soutien à l'activité.

Pour être mieux compris des acteurs économiques (cf. partie 2), la **clarification de notre cible d'inflation de 2 %** est un des éléments clés de notre revue stratégique. Les décisions publiées le 8 juillet en renforcent trois caractéristiques, liées entre elles. Notre objectif d'inflation est désormais :

- **Plus simple** : la définition antérieure mentionnait un objectif « proche de, mais inférieur à 2 %²³ ». Comme la plupart des autres banques centrales (États-Unis, Japon, Royaume-Uni), la BCE vise désormais 2 % d'inflation ;

Prévisions d'inflation pour la zone euro

(en %)

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------|------|------|
| Inflation | 1,9 | 1,5 | 1,4 |
| Inflation hors énergie et alimentation | 1,1 | 1,3 | 1,4 |

Source : BCE Eurosysteme, *Projections macroéconomiques pour la zone euro*, juin 2021.

- **Symétrique** : notre objectif constitue une cible et non un plafond. L'Eurosysteme pourra à l'avenir accepter une inflation modérément et temporairement supérieure à 2 %, sans réagir nécessairement dans sa politique monétaire. Ceci contribuera à ancrer les anticipations d'inflation durablement à 2 % ;
- **De moyen terme** : nous évaluons les résultats en matière d'inflation sur une période suffisamment longue, au-delà des variations instantanées de l'inflation. Pour autant, la BCE n'a pas souhaité aller jusqu'au « moyennage flexible » (*flexible average inflation targeting*) retenu par la Fed en août 2020 : ceci soulève de nombreuses questions de calcul et entraîne des contraintes excessives.

L'inflation n'est donc pas encore au niveau auquel nous souhaiterions la voir revenir, soit 2 % à moyen terme. Et c'est au nom même de notre mandat de stabilité des prix que nous continuerons nos achats nets au titre du PEPP (cf. partie 1.4), au moins jusqu'à mars 2022. Dans l'hypothèse où ces achats devraient s'arrêter ensuite, notre politique monétaire resterait pour autant très accommodante, bien au-delà de cette date et aussi longtemps que nécessaire, grâce à un **quatuor d'instruments « non conventionnels »** très puissants : i) les taux d'intérêt négatifs ; ii) une orientation future qui clarifiera le maintien de taux d'intérêt bas (*forward guidance*) ; iii) les achats de titres dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme – APP*) en place depuis 2015 ; et iv) la fourniture de liquidités aux banques (TLTRO) pour qu'elles financent l'économie.

Nos quatre instruments non conventionnels ont en effet été mis en place bien avant la crise Covid, et dureront bien après elle. Nés en réponse à la baisse structurelle des taux d'intérêt, dans un contexte de vieillissement démographique et de moindres investissements, les instruments non conventionnels sont particulièrement utiles face à l'obstacle du « plancher effectif » des taux d'intérêt à zéro (en anglais *effective lower bound – ELB*). Au sein de ce quatuor, deux instruments agissent sur les taux de court terme, présents et futurs : les taux négatifs et la *forward guidance*. Deux instruments concernent davantage le bilan de la Banque centrale et ont un impact sur la quantité de liquidités et sur les taux longs : les TLTRO et les achats d'actifs. La combinaison de ces instruments est particulièrement efficace pour maintenir des conditions de financement favorables, avec des effets positifs sur la croissance, les prix et l'emploi.

Les achats d'actifs sont un outil puissant, pour lequel nous avons encore de la marge de manœuvre si nécessaire.

Les réinvestissements au titre du PEPP demeureront importants et les achats nets dans le cadre de l'APP se poursuivront, avec au besoin la possibilité d'adapter leurs modalités et d'accroître leur flexibilité. La *forward guidance* sur le maintien de taux bas pour longtemps

pourrait être renforcée, en lien avec le caractère symétrique de notre objectif.

22 BCE Eurosystem (2021), *Projections macroéconomiques pour la zone euro*, juin.

23 BCE (2003), *La stratégie de politique monétaire de la BCE*, mai.

Encadré 2

LES PRINCIPALES CONCLUSIONS DE LA REVUE DE STRATÉGIE DE L'EUROSISTÈME

Les principales conclusions de cette revue lancée en janvier 2020, et conclue à l'unanimité des membres du Conseil des gouverneurs, ont été publiées le 8 juillet 2021¹ et peuvent être résumées en six points clés.

1. Un objectif d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme

La stabilité des prix dans la zone euro est désormais définie comme un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme. Cette nouvelle formulation clarifie l'objectif précédent, qui était depuis 2003 défini comme une inflation « proche de, mais inférieure à 2 % ». Cet objectif est symétrique, ce qui signifie que la BCE se préoccupe autant des écarts négatifs que positifs.

2. L'inclusion des coûts liés aux logements des propriétaires occupants dans l'IPCH

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure des prix appropriée pour l'objectif de stabilité des prix, mais il est souhaitable de l'élargir aux coûts du logement pour les « propriétaires occupants ». Le Conseil des gouverneurs a donc demandé aux agences statistiques européennes de développer dans les prochaines années une mesure de l'inflation qui prendra mieux en compte le coût du logement.

3. Le changement climatique

Le changement climatique a de profondes implications sur la stabilité des prix (*cf. partie 3.2*). L'Eurosystème s'est donc engagé dans un plan d'action ambitieux afin de bien intégrer les implications des facteurs climatiques pour la politique monétaire et d'adapter le cadre opérationnel en conséquence.

4. La stabilité financière

Les décisions de la BCE s'appuieront désormais sur une évaluation plus large des effets de la politique monétaire sur la stabilité du système financier. La stabilité financière sera ainsi pleinement intégrée au cadre d'analyse de la BCE, qui compte à présent deux branches : i) l'analyse économique ; et ii) l'analyse monétaire et financière, remplaçant l'ancien « pilier monétaire ».

5. La communication avec le public

La communication des décisions de politique monétaire sera plus claire et didactique, grâce notamment à la simplification des déclarations consécutives aux réunions du Conseil des gouverneurs et à des contenus visuels destinés au grand public. Les exercices d'écoute, menés cette année dans la zone euro, deviendront un élément durable de la communication de l'Eurosystème avec ses publics.

6. L'engagement de procéder à des examens réguliers de la stratégie

Le Conseil des gouverneurs évaluera plus régulièrement sa stratégie de politique monétaire. Une première évaluation devrait avoir lieu en 2025.

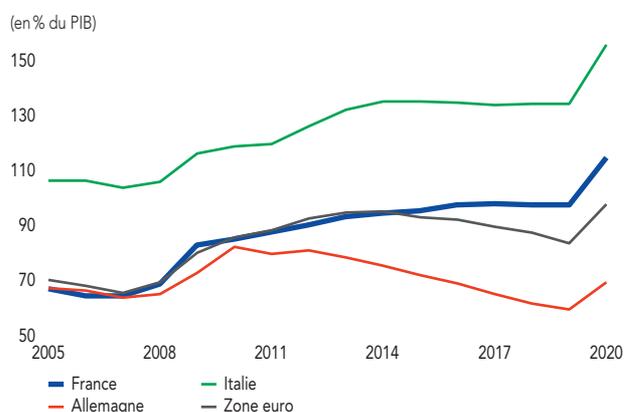
1. <https://www.ecb.europa.eu/fr>

Comment traiter la question de la dette publique accumulée

La question de la dette publique préoccupe légitimement nos concitoyens. La dette accumulée par le passé ainsi que les mesures extraordinaires – et totalement justifiées – de soutien à l'activité pendant la crise Covid ont conduit à des niveaux d'endettement historiquement élevés.

Tous les pays ont connu un choc d'ampleur relativement similaire sur leurs ratios de dette publique en 2020 (cf. graphique 11). La différence porte sur la période antérieure : l'Italie et la France étaient entrées dans la crise Covid avec des niveaux d'endettement public beaucoup plus élevés (respectivement 130 % et 100 % du PIB) que la moyenne de la zone euro – et que l'Allemagne notamment.

Graphique 11 Ratios de dette publique des principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, comptes nationaux.

Annuler la dette n'est pas une option

Certains font croire que l'annulation de la dette détenue par la Banque de France et l'Eurosystème serait une solution. Il n'en est rien. Une dette ne peut pas être annulée ; elle peut être refinancée à échéance, mais ce n'est jamais automatique. Et le prêteur ne refinancera que s'il a confiance en la soutenabilité de cette dette. Un prêteur, privé ou public, qui ne serait pas remboursé, ne prêtera plus.

L'annulation de la dette signifierait le financement monétaire des déficits, dont l'interdiction est un pilier fondateur de l'accord de création de l'euro. Mais si, par hypothèse, la Banque de France annulait des dettes qu'elle détient (plus de 600 milliards de titres publics français, à fin mai 2021), elle constaterait une perte équivalente à son bilan, et le patrimoine collectif serait appauvri d'autant, l'État étant son actionnaire unique. Si, par ailleurs, comme le

demandent certains, la Banque centrale s'engageait à ne jamais remonter ses taux d'intérêt, alors s'enclencherait une spirale inflationniste potentiellement incontrôlable.

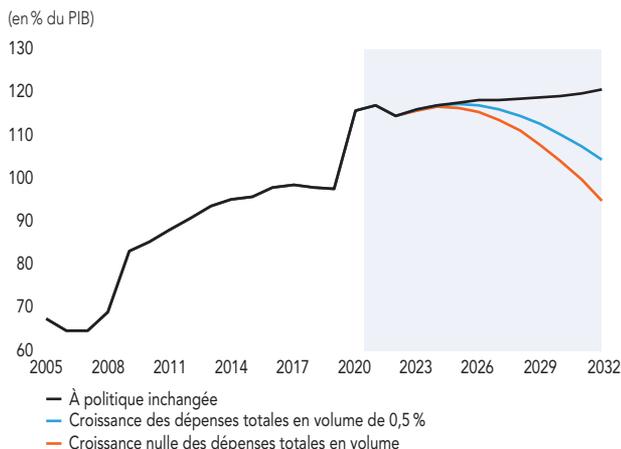
Ainsi, l'Eurosystème ne peut ni ne doit faire de miracle monétaire, ni juridiquement, ni surtout « fiduciairement » : tout soupçon de « domination budgétaire » donnerait lieu à une défiance monétaire, à une perte de confiance dans la valeur de la monnaie, comme on l'a observé par le passé (en Allemagne et en Pologne dans l'entre-deux-guerres, ou bien en Israël au début des années 1980) et plus récemment dans certaines économies de marché émergentes (Argentine, Liban, Turquie). À chaque fois que la monnaie est dévaluée, ce sont les plus démunis qui en souffrent le plus.

Les problèmes de soutenabilité de la dette publique ne peuvent donc être résolus par la politique monétaire. Certes, aujourd'hui, les objectifs monétaire et budgétaire sont parfaitement alignés. Toutefois, des conflits d'objectifs entre politiques budgétaire et monétaire pourraient apparaître à l'avenir, si l'inflation venait à remonter excessivement. Il n'y a, à vrai dire, pas de réponse magique à ce « réglage » de politique économique. Mais les règles relatives aux deux politiques et, en particulier, à la sortie des mesures exceptionnelles, doivent être le plus **prévisibles** possible *ex ante*. Pour la politique monétaire, la revue stratégique et la *forward guidance* fournissent cette clarification. Pour la politique budgétaire, il est souhaitable de garder des règles, mais renouvelées : ni abandon complaisant du principe du Pacte de stabilité, ni fixation traditionaliste sur ses modalités actuelles. La définition d'une dette soutenable a évolué depuis Maastricht, compte tenu notamment de la forte baisse des taux d'intérêt : mais il est indispensable d'ancrer des repères chiffrés, comme la norme de progression des dépenses, et le déficit stabilisant de la dette²⁴.

Quel chemin crédible vers le désendettement ?

Dans ce contexte, la question de la dette mérite effectivement un débat, mais autrement. Il serait aventureux de faire reposer notre stratégie de finances publiques sur le maintien éternel des taux bas. Dans l'hypothèse de politiques inchangées, avec une croissance potentielle de 1,1 % environ – hypothèse prudente – et un taux de croissance des dépenses publiques en termes réels de 1,1 % environ, ce qui serait proche de la tendance sur les dix dernières années, nous parviendrions à peine à stabiliser notre dette publique à ce niveau élevé sur la prochaine décennie (cf. graphique 12) ; ce serait une stratégie dangereuse étant donné le risque d'une nouvelle crise économique exogène ou d'une montée des taux d'intérêt.

Graphique 12 Projection de ratio de dette publique/PIB en France à horizon 2032 en fonction de trois scénarii de croissance des dépenses publiques



Sources : Insee jusqu'en 2020, puis projections Banque de France.

Pour écrire un meilleur scénario, il est impératif de combiner trois leviers, dont aucun pris séparément ne suffit :

- Nous aurons d'abord besoin de **temps** : ne commencer à réduire notre ratio d'endettement qu'une fois sortis économiquement de la crise de la Covid, donc après 2022, et adopter une stratégie sur dix ans ;
- La **croissance** ensuite – qui sera d'autant plus forte que notre pays continuera des réformes – constitue un déterminant clé du financement de la dette : elle est nécessaire, mais ne suffira pas ;
- Le troisième levier est en effet une **meilleure maîtrise de nos dépenses publiques, les plus élevées d'Europe et même de tous les pays développés** (cf. graphique 13).

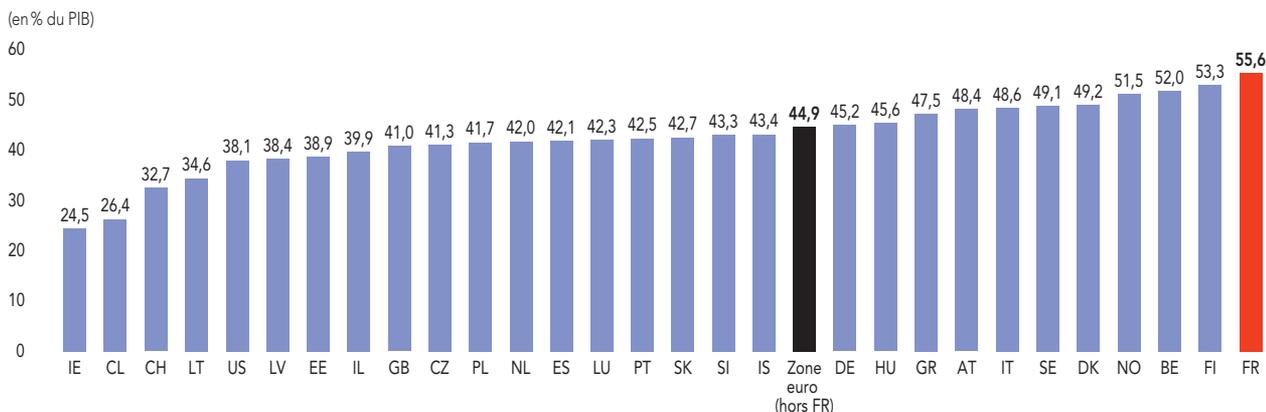
Beaucoup, à force d'avoir entendu parler de cette maîtrise, ne la croient plus possible, d'autres redoutent « l'austérité ». Ce n'est pas de cela dont il s'agira, mais de tendre vers une **double stabilité**, celle de la fiscalité – en écartant les hausses d'impôts, mais aussi les baisses que nous n'avons pas les moyens de financer – et celle des dépenses publiques totales en volume. Au cours des dix dernières années, nos dépenses annuelles moyennes en volume ont continué à augmenter de + 1,1 %. Passer à + 0,5 %, voire à la stabilité – croissance zéro – serait compatible avec le maintien de notre modèle social européen. C'est un objectif exigeant mais atteignable : nombre de nos voisins européens y sont parvenus, notamment l'Allemagne, avec un taux de croissance moyen des dépenses en volume de + 0,4 % pour une croissance du PIB de + 1,6 % en moyenne entre 2003 et 2007.

Une croissance des dépenses réelles ramenée à + 0,5 % par an réduirait la dette à près de 105 % du PIB, soit – 10 points en dix ans (cf. graphique 12), et la France commencerait à se désendetter en 2026. Le programme de stabilité présenté en avril dernier prévoit, quant à lui, une « norme de dépenses » à 0,7 %²⁵. Le plus important, cependant, est que les cibles définies soient effectivement atteintes, ce que notre pays n'a malheureusement jamais su faire durablement. La cible qui sera fixée relève, naturellement, du débat démocratique, et non des banques centrales. Mais son respect, ensuite, sera clé pour la crédibilité de notre pays en Europe. Cela serait par ailleurs compatible avec le financement des dépenses publiques les plus productives,

24 Villeroy de Galhau (F.) (2021), « Quelles politiques budgétaires au-delà du soutien monétaire ? », discours, avril.

25 Le programme de stabilité du gouvernement prévoit une croissance de 0,7 % par an en moyenne à partir de 2023, reposant sur une croissance potentielle de 1,35 %, contre 1,1 % dans notre scénario.

Graphique 13 Dépenses publiques en 2019 (pré-Covid)



Sources : OCDE, Eurostat.

et notamment celles pour les jeunes, dont l'éducation et la formation, ainsi que la recherche, ont un effet positif sur la croissance à long terme. Malheureusement, ce débat essentiel sur la **qualité** des dépenses constitue l'angle mort de notre débat budgétaire, malgré la pédagogie notamment de la Cour des comptes²⁶.

3.2 Des défis plus structurels : comment mieux intégrer les deux dimensions environnementale et sociale ?

Une des novations de notre revue stratégique est d'intégrer une dimension importante pour nos concitoyens : la lutte contre le changement climatique. Mais, pour être crédible, cet engagement doit être conduit en cohérence avec notre mandat, et il doit prendre en compte la dimension sociale, pour l'emploi et face aux inégalités.

L'engagement des banques centrales en faveur de la lutte contre le changement climatique

L'engagement des banques centrales en faveur de la cause climatique peut apparaître aujourd'hui comme une évidence. Mais il n'était pas acquis il y a encore cinq ans, et peu de sujets ont été marqués par un changement aussi rapide et profond des esprits, et de l'action. À la Banque de France et désormais au sein de l'Eurosystème, nous sommes animés d'une ambition simple mais tenace : faire tout notre possible pour soutenir et compléter l'action collective en matière de lutte contre le changement climatique. La BCE quant à elle a été la première banque centrale à inscrire cette lutte au sein de sa revue stratégique. La prise en compte du changement climatique ne relève ni d'un abus de notre mission, ni d'une simple conviction militante ou d'une mode éphémère. C'est un impératif : le changement climatique est déjà facteur de risques financiers, et affecte notre capacité à atteindre la stabilité des prix, notre objectif principal. Les chocs dus au changement climatique peuvent provoquer à la fois des tensions à la hausse sur les prix et un ralentissement de l'activité.

Les banques centrales ne peuvent pas tout faire : rien ne remplacera un prix du carbone approprié et donc, disons-le, une taxe carbone sous une forme ou sous une autre²⁷. Mais nous pouvons faire beaucoup. La Banque de France porte depuis l'origine le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS²⁸ en anglais), né à Paris en décembre 2017. Ce réseau – qui a déjà beaucoup agi sur la supervision des banques et des assurances – compte désormais près de 100 membres, dont la Réserve fédérale américaine et la Banque populaire de Chine. La Banque de

France a aussi été en 2019 la première banque centrale de l'Eurosystème à publier un rapport complet sur sa politique d'investissement responsable ; nous nous sommes engagés à sortir complètement du charbon d'ici 2024.

Reste le verdissement de la politique monétaire elle-même : c'est notre prochaine « frontière ». La politique monétaire très accommodante de l'Eurosystème favorise déjà le financement de la transition climatique, grâce à des taux d'intérêt très bas et des liquidités abondantes. Le verdissement de l'action de la Banque centrale n'est donc pas une question d'assouplissement additionnel de la politique monétaire mais de recalibrage de ses outils. La revue stratégique s'engage ici clairement à agir, autour de trois priorités :

- Il nous faut d'abord pousser plus loin notre compréhension et notre **modélisation** des effets du changement climatique, non seulement sur les prix mais aussi sur la croissance, et en allant jusqu'à des horizons beaucoup plus lointains qu'habituellement. De nombreux progrès ont déjà été réalisés, notamment sous l'impulsion du NGFS, qui élabore des scénarii climatiques et économiques. Mais reste un gros travail méthodologique, notamment pour approfondir l'impact du secteur énergétique sur les dynamiques économiques. De ce point de vue, la Banque de France et l'ACPR ont, pour la première fois cette année, testé la résistance des institutions financières françaises à des scénarii climatiques à horizon 2050²⁹ ;
- Notre ambition climatique passera, ensuite, par davantage de **transparence** pour toutes nos contreparties, non seulement financières mais aussi entreprises (*corporate*), pour le collatéral comme pour les programmes d'achats de titres. Pour ce faire, l'Eurosystème devra exiger des émetteurs qu'ils publient leurs expositions au risque climatique selon une métrique à harmoniser. Or, ni en Europe, ni même en France, nous ne sommes en mesure aujourd'hui de comparer – et donc d'évaluer correctement – les données hétérogènes publiées par les institutions financières et les entreprises. De ce point de vue, la standardisation des données et le projet de directive européenne relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) sont des batailles à mener dès maintenant, avec une forte présence de l'Europe et de ses valeurs ;
- Enfin et surtout, il nous faudra via nos **opérations mêmes de politique monétaire** décarboner progressivement le bilan de la BCE et réduire concrètement notre risque climatique. L'Eurosystème va adapter la valorisation de tous ses actifs *corporate*, qu'ils soient détenus au bilan

de la banque centrale (les achats) ou pris en garantie (le collatéral)³⁰. Les entreprises non financières sont en effet les acteurs dont les activités sont les plus intensives en carbone, et ceux pour lesquels nous disposons du plus grand nombre de données climatiques. Une appréciation de leurs engagements de décarbonation, dynamique dans le temps et par rapport au secteur, est plus incitative que la logique d'exclusion ; elle éviterait de « punir » aveuglément l'ensemble des émetteurs appartenant à des secteurs intensifs en carbone.

L'action des banques centrales pour l'emploi et face aux inégalités

Certains préconisent, depuis longtemps, un « double mandat » pour la BCE : elle devrait alors viser à la fois la stabilité des prix et le plein emploi, à l'exemple de la Réserve fédérale américaine. Un tel changement des Traités serait difficile, mais en outre guère nécessaire : sur le plan pratique, il y a le plus souvent convergence entre atteinte, d'une part, de la cible d'inflation et, d'autre part, d'un plein emploi soutenable. Cette relation économique se traduit dans la courbe de Phillips que la Banque centrale suit de près : un chômage excessif entraîne des pressions à la baisse sur les salaires et des prix trop faibles. La « pente » de cette courbe – la force de la relation entre prix et emploi – est l'objet de débat, mais sa direction ne fait pas de doute.

La montée des inégalités est quant à elle devenue un enjeu économique et social majeur. Elle est une des clés de la crise démocratique. Sur le plan économique, les institutions internationales, l'OCDE et le FMI notamment, font le constat clair que des inégalités excessives réduisent le potentiel de croissance de long terme des économies.

Si une montée des inégalités « primaires » – avant redistribution – a eu lieu dans tous les pays développés depuis les années 1980, les systèmes sociaux européens ont permis d'atténuer fortement les inégalités de revenus³¹. En France, les inégalités économiques sont ainsi restées stables une fois prise en compte la redistribution. Sur le long terme, la crise sanitaire pourrait toutefois avoir des conséquences négatives pour les jeunes et les moins qualifiés. En particulier, les inégalités en matière d'éducation ont été largement exacerbées : les enfants issus des milieux les plus défavorisés sont ceux pour qui l'impact négatif de la pandémie sur l'acquisition de connaissances aura été le plus fort³².

La question des inégalités figure parmi les principales préoccupations des Français, mais pas nécessairement parmi celles qu'ils attribuent à la politique monétaire (cf. partie 2).

Pour autant, **les inégalités ont un lien fort avec l'emploi, et le chômage bien sûr, mais aussi avec la hausse de la valeur des actifs financiers, voire le risque de « bulles »**. Les organisations internationales – la BRI³³, le FMI³⁴ – en ont fait récemment un thème fort de leurs recherches sur la politique monétaire. Ces différents éléments font-ils partie du mandat, des **objectifs**, de la politique monétaire ? Et quels sont les **effets** de la politique monétaire sur ces trois variables ?

Le lien avec le mandat de la BCE

Sans préjudice de l'objectif primaire – la stabilité des prix –, les Traités attribuent au moins deux objectifs « secondaires » à la BCE : « *apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union* », ce qui contribue entre autres objectifs à une « *économie sociale de marché, qui tend au plein emploi et au progrès social* » ; et la « *stabilité du système financier* ». Si ces objectifs sont présentés comme « secondaires », c'est aussi parce que d'autres politiques, économique ou prudentielle, apparaissent mieux placées pour les atteindre. Les politiques structurelles peuvent agir plus directement sur l'emploi, la politique « macroprudentielle » sur la stabilité financière.

La politique budgétaire et fiscale doit rester le principal outil pour lutter contre les inégalités car elle est, par nature, plus ciblée que la politique monétaire et est plus légitime politiquement au regard des enjeux de la redistribution. Cela est particulièrement vrai en Europe, grâce à notre modèle social. En particulier, face au risque de creusement des inégalités liées au niveau d'éducation, tant pour les jeunes que pour les travailleurs peu qualifiés, l'apprentissage et la formation professionnelle constituent un outil essentiel.

26 Cour des comptes (2021), *Une stratégie de finances publiques pour la sortie de crise*, juin.

27 L'excellent rapport de Jean Tirole et Olivier Blanchard, remis fin juin, plaide avec force pour une cohérence d'ensemble, et contre des illusions faciles.

28 *Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System*.

29 Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (2021), *Les principaux résultats de l'exercice pilote climatique 2020*.

30 Villeroy de Galhau (F.) (2021), « Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie », discours, février.

31 Dossche (M.), Slačálek (J.) et Wolswijk (G.) (2021), « Politiques monétaires et inégalités », *Bulletin économique de la BCE*, n° 2, p. 93-115.

32 Stantcheva (S.) (2021), « Inequalities in the times of a pandemic », *Economic Policy*.

33 Banque des règlements internationaux (2021), *Annual Economic Report*, juin.

34 Publication prochaine d'un document de travail par Bonifacio et al. (2021)

Pour autant, la politique monétaire peut et doit prendre en compte ces enjeux dans le cadre de son mandat. D'abord, sur le long terme, la stabilité des prix est une condition nécessaire au plein emploi. Ensuite, grâce à son objectif d'inflation défini sur le moyen terme, la BCE a une certaine flexibilité pour éviter si besoin des fluctuations excessives indésirables de l'emploi et des variables financières. Enfin, disposant d'une large palette d'instruments non conventionnels, elle peut privilégier, à impact identique sur l'inflation, ceux qui auront les meilleures propriétés au regard de ses objectifs « secondaires ».

Les effets de la politique monétaire sur les inégalités

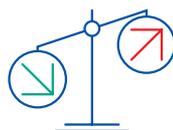
Sur les **effets**, en poursuivant son mandat de stabilité des prix, la Banque centrale contribue dans la durée à réduire les inégalités de revenus et de patrimoine³⁵. La baisse de l'inflation depuis les années 1980 a mieux préservé le pouvoir d'achat et le patrimoine des plus pauvres.

La question se pose en termes renouvelés avec la politique monétaire accommodante, menée depuis la crise de 2007. Cette politique a contribué à réduire les inégalités de **revenus** principalement via l'accroissement de l'**emploi**³⁶.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET INÉGALITÉS

Le mandat de la politique monétaire est de maintenir la stabilité des prix et de préserver le pouvoir d'achat, et non la réduction des inégalités, qui relève d'abord des politiques budgétaires et structurelles.

Si la politique monétaire peut produire des effets contrastés en matière d'inégalités, son effet économique global se révèle favorable au revenu des ménages les plus modestes.



EFFETS CONTRIBUANT À RÉDUIRE LES INÉGALITÉS

+ 3 millions
d'emplois créés

Une baisse des taux favorise l'emploi : 3 des 11 millions d'emplois créés entre 2013 et 2019 sont imputables à la politique monétaire menée par la BCE

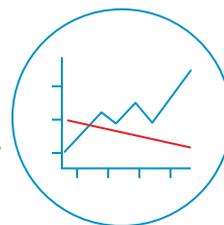


Baisse du coût du crédit qui bénéficie à toutes les catégories de ménages, et en particulier aux plus jeunes



EFFETS DE NATURE À AGGRAVER LES INÉGALITÉS

Hausse des prix des actifs financiers plus « risqués », plutôt détenus par les patrimoines les plus élevés, mais baisse des revenus financiers sur les placements de taux, plutôt détenus par les patrimoines moyens et élevés



Hausse des prix des actifs immobiliers, plutôt détenus par les patrimoines moyens et élevés



**

De 2013 à 2019, la zone euro a créé plus de onze millions d'emplois dont trois millions proviennent des effets de la politique monétaire³⁷. Ceci a bénéficié d'abord aux jeunes et aux ménages à bas revenus ; et inversement la baisse de rémunération de l'épargne a davantage touché les plus favorisés. Pour la zone euro dans sa globalité, les effets importants de la politique monétaire sur l'emploi et le revenu du travail entraînent une réduction globale des inégalités de revenus.

Pour ce qui est du **patrimoine**, les effets sont contrastés, et plus complexes à analyser. Incontestablement, la baisse des taux d'intérêt est un des facteurs de la hausse des prix des actifs immobiliers et des actions. Toutefois, cette augmentation des prix profite à l'ensemble des propriétaires de leurs logements, qui représentent plus de la moitié des ménages de la zone euro, et parmi lesquels certains ont pu accéder à la propriété grâce à la baisse des taux d'intérêt³⁸.

Le meilleur suivi de la stabilité financière

L'interrogation sur les inégalités de patrimoine rejoint ici un autre débat sur les risques de survalorisation des actifs financiers et immobiliers : les politiques monétaires très accommodantes, les liquidités abondantes, favoriseraient des « bulles » pouvant elles-mêmes générer de futures crises financières. L'Eurosystème évalue déjà précisément deux fois par an les cycles financiers et les vulnérabilités sur les marchés (ou dans les institutions financières) à travers la *Revue de stabilité financière* de la BCE³⁹ et l'*Évaluation des risques du système financier français* de la Banque de France⁴⁰. En France, cette surveillance est de la responsabilité du Haut Conseil de stabilité financière, créé en 2013 et présidé par le ministre des Finances, qui a pris ainsi des mesures récentes pour éviter des risques de surendettement liés au crédit immobilier. La vigilance s'impose pour renforcer la résilience face à la montée de l'endettement ou au développement des « non-banques », sans cependant conclure à une alerte systémique globale.

Pour autant, la BCE va désormais mieux intégrer les enjeux de stabilité financière en remplaçant son « pilier monétaire » traditionnel par une analyse monétaire et financière. Cette analyse pourra inclure des indicateurs relatifs à l'endettement des entreprises ou des ménages, ou bien encore aux prix des actions et de l'immobilier. Ceci favorisera la proportionnalité de nos mesures, un suivi plus approfondi des mécanismes de transmission de la politique monétaire, et une meilleure couverture des risques financiers.

Face à la pandémie, l'Eurosystème a démontré, une fois de plus, sa détermination totale à soutenir l'économie de la zone euro. Il a agi en toute indépendance, mais en convergence efficace avec les gouvernements. Au-delà du temps de l'urgence, nous devons désormais aussi préparer l'avenir. Cette ambition est au cœur de la revue stratégique. Notre action sera plus **compréhensible** pour le grand public, forte d'un objectif d'inflation toujours central mais plus **clair** et d'un périmètre d'intervention plus **complet** sur le climat et la stabilité financière.

Cette rude crise aura également été le révélateur de notre capacité à résister ensemble, en France et en Europe. Le Traité fondateur de l'euro – dont nous allons marquer les trente ans – continue d'être l'ancre ferme de cette action. Il n'est pas besoin de le modifier, mais il est essentiel d'aller au bout de son ambition : l'Union monétaire doit être complétée d'une Union économique plus forte. Après le temps des « pompiers », efficaces face à la crise Covid, doit maintenant venir celui des architectes : l'Europe doit enfin activer le plein potentiel de son marché unique, de l'Union bancaire, de l'Union des marchés de capitaux pour mieux investir son épargne abondante. Au poids mécanique de l'économie européenne dans le monde, il est impératif d'ajouter la puissance. Et à la résilience dans la crise, d'ajouter maintenant la réforme européenne. L'Europe et l'euro ont historiquement avancé dans les crises : il leur reste cette fois encore à tirer les leçons de l'après-pandémie. La Banque centrale européenne et la Banque de France y seront, dans leur mission, pleinement mobilisées au service des Européens.

François Villeroy de Galhau

35 Carstens (A.) (2021), « Central banks and inequality », discours, Banque des règlements internationaux, mai.

36 Lenza (M.) et Slacalek (J.) (2018), « How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area », *ECB Working Paper Series*, n° 2190, octobre.

37 Hartmann (P.) et Smets (F.) (2018), art. cit.

38 Garbinti (B.) et Savignac (F.) (2018), « Le rôle de l'immobilier dans les inégalités de patrimoine en zone euro : les enseignements de l'enquête *Household Finance and Consumption* », *Rue de la Banque*, n° 55, janvier.

39 BCE (2021), *Financial Stability Review*, mai.

40 Banque de France (2021), *Évaluation des risques du système financier français*, juin.

ANNEXE

CONSTRUCTION DES CATÉGORIES DE QUESTIONS DE L'ANALYSE TEXTUELLE

L'analyse textuelle retrace les thèmes des questions posées lors des différents événements « La Banque de France à votre écoute ». Les questions ont été posées soit directement par la plateforme de diffusion soit sur la page Facebook Live ou YouTube de chaque événement.

La classification thématique a utilisé une technique d'analyse textuelle supervisée sur 425 questions posées. Un algorithme de comptage des mots a permis de repérer la fréquence des différents mots employés. Nous avons ensuite construit 8 registres de vocabulaire propre à chaque enjeu, selon la répartition ci-dessous.

| Thème | Question comprenant au moins une fois la racine |
|--|--|
| Climat | climat, vert, écolo, environn-, fossile, pollution, urgence, planète, charbon, gaz, responsable, bio |
| Inflation et stabilité des prix | inflation, prix, immobilier, logement |
| Création monétaire | politique monétaire, création, monnaie, liquidité, PEPP |
| Dette | dette, rembours-, défaut, annul-, endettement |
| Financement et soutien aux entreprises | soutien, financement, aide, PGE, garantie, PME, TPE, participatif, trésorerie, Bercy |
| Moyens de paiement | blockchain, paiement, euro, crypto, bitcoin |
| Crédit et épargne | épargne, prêt, crédit, négatif, rémunération |
| Emploi, croissance et inégalités | investissement, croissance, chômage, plein emploi, salaire, salarié, inégalité, jeune, ménage, bours-, bulle, pauvre, démuni, surendetté, patrimoine |



banque-france.fr

