

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

Exercice 2015



La France en 2016 a plus d'atouts qu'elle ne le croit. Elle est la deuxième puissance économique de la zone euro, avec le plus grand espace géographique. Sa démographie est l'une des plus dynamiques d'Europe, avec la jeunesse la plus nombreuse¹. Sa productivité horaire est parmi les meilleures du monde, à hauteur des États-Unis et de l'Allemagne. Elle est le premier pays européen dans le top 100 des entreprises les plus innovantes du monde² et l'un des plus actifs dans les créations d'entreprise ; ses grandes entreprises sont reconnues dans la compétition internationale. En outre, l'économie française renoue aujourd'hui avec une croissance plus soutenue grâce à un rebond de la consommation comme de l'investissement.

Pourtant la France de 2016 doute encore, à l'évidence, du fait de ses faiblesses économiques et sociales persistantes. En dépit de son recul récent, le drame du chômage continue de toucher plus de 3,5 millions de personnes en France métropolitaine ; 24 % des jeunes actifs de moins de 25 ans sont chômeurs. Notre croissance reste inférieure bien sûr à celle des cycles précédents, mais aussi à celle de la zone euro en moyenne. La dette publique atteint 96 % du PIB en 2015, malgré un déficit plus faible que prévu.

Les progrès accomplis sont sensibles. Pour autant, le chemin à parcourir reste très significatif. La meilleure conjoncture actuelle ne suffit pas : il faut transformer l'essai pour augmenter la croissance potentielle. Une amplification substantielle des réformes est non seulement nécessaire, mais possible. Notre expérience passée, comme l'exemple de nos voisins européens, montre le chemin d'une mobilisation collective dans la durée, pour retrouver une croissance plus forte et créatrice d'emplois.

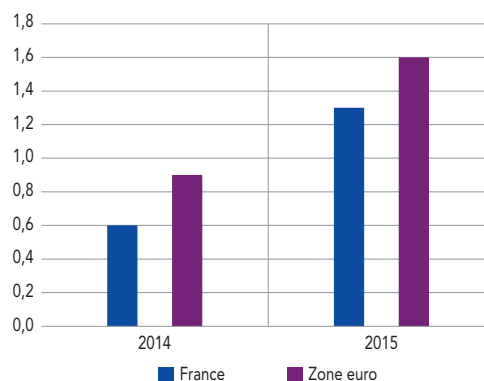
1. Le constat : une reprise partielle, insuffisamment amplifiée par la confiance et les réformes

1.1 Une conjoncture économique qui reste relativement favorable en zone euro, malgré les incertitudes

En 2015, l'activité économique a accéléré dans la zone euro : le PIB, en volume, a progressé de 1,6 %, après 0,9 % en 2014 (graphique 1) et a retrouvé pour la première fois le niveau atteint en 2008, avant la crise.

Graphique 1 Taux de croissance du PIB

(variation en moyenne annuelle, en %)



Sources : Insee, Eurostat.

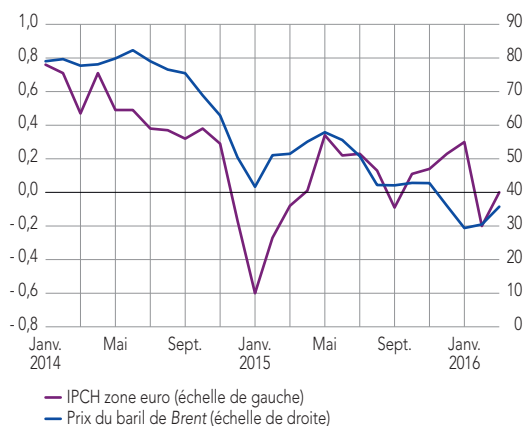
Certes, des incertitudes pèsent début 2016 sur l'environnement économique mondial : les excès de volatilité des marchés financiers ; l'effondrement des prix des matières premières, dont le pétrole – le prix du baril en dollars a baissé de plus de 60 % entre juin 2014 et décembre 2015, entraînant l'inflation

¹ Avec près de 21 millions de personnes de moins de 25 ans.

² Selon le classement établi par Thomson Reuters.

Graphique 2 Taux d'inflation en zone euro et prix du baril de pétrole

(glissement annuel en %, prix du baril en euros)



Sources : Bloomberg, Datastream.

vers zéro (graphique 2) ; et le ralentissement économique de certains pays émergents, dont la Chine. Néanmoins, la reprise économique européenne – confirmée par une croissance de +0,5 % au premier trimestre 2016 – a bénéficié de l'impact positif sur le pouvoir d'achat des ménages du faible prix du pétrole. En outre, la dépréciation de l'euro observée en 2014 a entraîné des gains de part de marché qui ont compensé l'atonie de la demande mondiale.

1.2 La politique monétaire joue un rôle actif

Dans cet environnement, l'Eurosystème – la BCE et les 19 banques centrales nationales – a agi avec détermination pour combattre l'inflation trop faible, conformément à son mandat. Depuis juin 2014, il a accentué à plusieurs reprises sa politique monétaire non conventionnelle. Proche de zéro en glissement annuel au premier trimestre 2016, l'inflation dans la zone euro demeure cependant trop basse. Cette conjonction

très particulière – des liquidités abondantes, des taux historiquement bas voire pour certains négatifs, mais une inflation nulle – suscite, au-delà même des controverses en Allemagne, des interrogations sur la politique monétaire : a-t-elle le bon objectif ? Et est-elle efficace ?

L'objectif de l'Eurosystème reste une inflation proche de, mais inférieure à 2 % à moyen terme. Une inflation légèrement positive est en effet considérée comme la bonne mesure de la stabilité des prix : elle fournit une marge de sécurité par rapport aux dangers de la déflation ; elle facilite les ajustements relatifs de prix et de salaires, ainsi que le désendettement des acteurs. Toutes les autres grandes économies avancées – États-Unis, Japon, Royaume-Uni – retiennent de fait la même cible de 2 %. Ceci incite les entreprises et les ménages à « ancrer » leurs anticipations d'inflation au-delà des incertitudes de court terme. Si, à l'inverse, la politique monétaire ne réagissait pas face à des anticipations d'inflation durablement trop faibles, ceci serait très défavorable à la croissance et à la stabilité financière à terme – stabilité à laquelle sont pourtant légitimement attachés les critiques les plus forts de la politique menée.

Dès lors, les instruments employés sont-ils efficaces ? Économiquement, les taux bas sont le reflet logique d'une situation où l'épargne excède aujourd'hui largement l'investissement. En pratique, l'action de l'Eurosystème a eu un double effet positif : d'une part, la réduction du coût des prêts, via la baisse des taux d'intérêt ; d'autre part, l'augmentation du volume des crédits en faveur des entreprises et des ménages – les crédits aux sociétés non financières connaissent désormais une croissance positive (1,1 % de croissance annuelle en mars 2016, et jusqu'à 4,3 % en France), alors qu'ils étaient en recul mi-2014 en zone euro

(- 2,5 % en juin 2014). L'amélioration des conditions financières a entraîné en France 0,3 point de croissance supplémentaire en 2015 selon les estimations de la Banque de France, et même 0,4 point selon celles de l'Insee³. Entre 2016 et 2018, la politique monétaire devrait ajouter près de 0,5 point d'inflation par an en moyenne.

L'Eurosystème reste en outre vigilant sur les éventuels effets secondaires de la politique monétaire. Les banques françaises sont beaucoup plus solides qu'en 2007, avec un ratio de solvabilité qui a doublé, de 6 % à 12 %, sous l'effet des nouvelles réglementations de Bâle 3. Le Haut Conseil de stabilité financière suit étroitement le cycle financier et veille à l'absence de formation de « bulles » sur certaines variables clés, dont le prix des actions, les prix de l'immobilier et le volume du crédit. Il dispose d'une gamme d'instruments macroprudentiels qu'il se tient prêt à mettre en œuvre si nécessaire, comme il l'a initié en avril sur l'immobilier de bureaux en Île-de-France en publiant un diagnostic d'alerte.

La politique monétaire est efficace, mais elle ne peut à l'évidence pas être la seule partie à jouer en politique économique : il est essentiel que d'autres leviers prennent le relais (cf. *infra*).

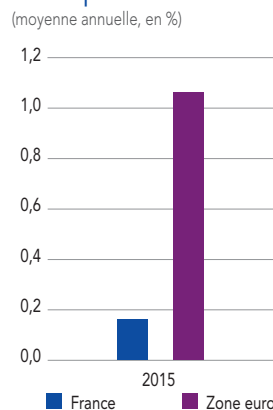
1.3 Malgré des progrès, la performance française demeure relativement décevante

Dans un environnement économique plus favorable en 2015, des progrès ont été accomplis sur cinq indicateurs clés de la santé de l'économie française : la croissance, l'emploi, l'investissement productif, les finances publiques et le solde extérieur. L'activité a accéléré de 0,6 % en 2014 à 1,3 %⁴ en 2015. Elle a été soutenue par la hausse de

la consommation des ménages (1,5 %) et la vigueur de l'investissement des entreprises (2,8 %)⁵. Le climat des affaires s'est amélioré pour atteindre en octobre 2015 son plus haut niveau depuis quatre ans ; depuis, il est resté supérieur à sa moyenne de long terme. En 2016, dans le prolongement du premier trimestre à + 0,5 %, la croissance devrait être plus élevée qu'en 2015. Pour autant, la France affiche des résultats inférieurs à la reprise de la zone euro dans son ensemble, elle-même encore trop partielle.

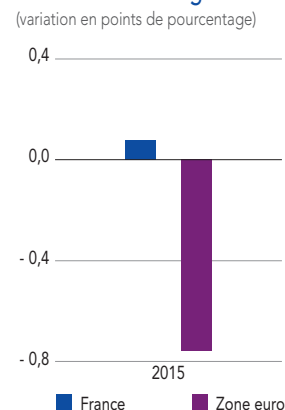
- Cette **croissance** française positive, mais inférieure (de 0,3 point) à celle de la zone euro, s'est traduite par un écart plus important sur la croissance de l'**emploi** : + 0,2 % en France, contre + 1,1 % dans l'ensemble de la zone euro (graphique 3a) ; le chômage n'a en conséquence pas reculé en 2015, ce qui a été une singularité française (graphique 3b).

Graphique 3a Croissance de l'emploi marchand



Source : Eurostat.

Graphique 3b Évolution du taux de chômage



Source : Eurostat.

3 Heam (J.-C.), Marc (B.), Lee (R.) et Pak (M.), « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », Insee, Note de conjoncture, Dossiers, décembre 2015.

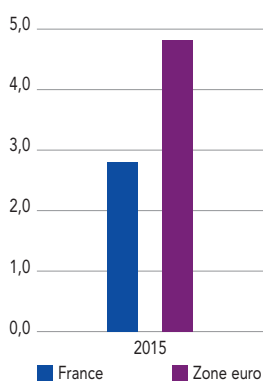
4 et 5 Selon les comptes annuels (non CJO) publiés par l'Insee le 17 mai 2016. En dehors de ces taux de croissance français, les autres chiffres et graphiques de cette lettre sont basés sur les comptes trimestriels.

- L'**investissement productif** en France a augmenté, mais un peu moins que dans la zone euro (graphique 4). S'agissant des **finances publiques**, le déficit français s'est heureusement réduit de façon significative, de - 4,0 à - 3,5 % du PIB, mais reste plus élevé que la

moyenne de la zone euro ; au sein de celle-ci, la dette publique a régressé de 1,3 point de PIB sur l'année alors qu'elle a continué à légèrement augmenter en France (graphiques 5a et 5b). Il est essentiel, pour la crédibilité de notre pays en Europe, de ne rien relâcher de la discipline budgétaire, et de passer nettement sous les 3 % de déficit en 2017.

Graphique 4 Croissance de l'investissement productif^{a)} sur l'ensemble de l'économie

(variation en moyenne annuelle, en %)



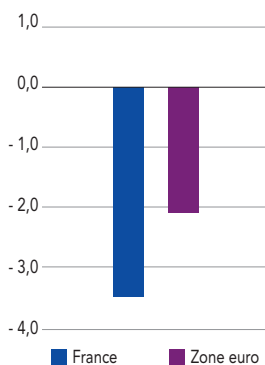
a) FBCF en machines et équipements et droits de propriété intellectuelle, hors construction, rapportée à la valeur ajoutée, en valeur. Source : Eurostat.

- Enfin, la France affiche de meilleurs résultats en 2015 quant à son solde des transactions courantes, quasiment revenu à l'équilibre (- 4,3 milliards⁶, contre - 19,7 milliards en 2014), pour la première fois depuis 2006, grâce largement à la baisse de la facture énergétique.

Depuis trop d'années, la performance française est décevante, alors même que les politiques de **soutien à la demande** sont actives : la politique monétaire est accommodante ; la politique budgétaire est redevenue neutre dans la zone euro, le solde structurel ayant cessé de se redresser. Cependant, l'augmentation de la croissance potentielle, dans la durée, nécessite aussi des politiques de **soutien à l'offre**, via notamment les réformes structurelles, dont les effets sont plus pérennes même s'ils se manifestent plus progressivement. Contrairement à un débat français trop simpliste qui tend souvent à les opposer, les politiques de demande et les politiques d'offre ne sont pas alternatives ; elles sont au contraire complémentaires. C'est l'impératif que souligne notamment le FMI pour agir sur la croissance aujourd'hui⁷.

Graphique 5a Déficit public en 2015

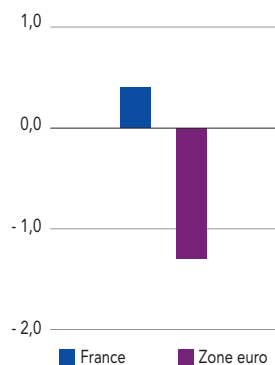
(en % du PIB)



Source : Eurostat.

Graphique 5b Évolution de la dette publique entre 2014 et 2015

(en points de PIB)



Source : Eurostat.

⁶ Données provisoires, dans l'attente de la publication en juin par la Banque de France de la balance des paiements annuelle 2015.

⁷ FMI, « Too slow for too long », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2016.

Pour que la croissance augmente de façon durable en France, deux leviers additionnels sont donc indispensables : la confiance et les réformes. La **confiance** est le levier microéconomique essentiel et souvent négligé. Seule la confiance, et d'abord celle des entrepreneurs, incite à investir et à s'engager pour l'avenir. L'ancrer durablement dans notre pays passe notamment par deux conditions : d'une part, la simplicité et la stabilité des règles, pour fournir aux acteurs économiques un cadre de décision clair, prévisible et sûr – un fort « choc de simplifications » en fait partie. Il faut d'autre part à la confiance un vrai dialogue entre les acteurs de l'entreprise – patronat, syndicats et pouvoirs publics – pour construire des solutions d'intérêt commun. Et pour renforcer la confiance, la poursuite résolue des réformes structurelles est nécessaire.

1.4 Sur les réformes, la thérapie est largement connue

La nécessité d'amplifier les réformes structurelles en France est tout sauf un constat nouveau. Les lettres de mes prédécesseurs, le FMI, l'OCDE, la Commission européenne, la Cour des comptes ou France Stratégie sont tous convergents dans leurs préconisations. Il ne s'agit donc pas ici de les répéter en détail mais de les résumer autour de quatre champs essentiels : les entreprises, l'emploi, l'éducation et l'État.

Les préconisations concernant les **entreprises** portent d'abord sur les rigidités sur les marchés des biens et services, qui doivent être réduites : l'existence de barrières à l'entrée et le manque de concurrence sur certains marchés – en particulier ceux moins exposés à la concurrence internationale – brident l'innovation.

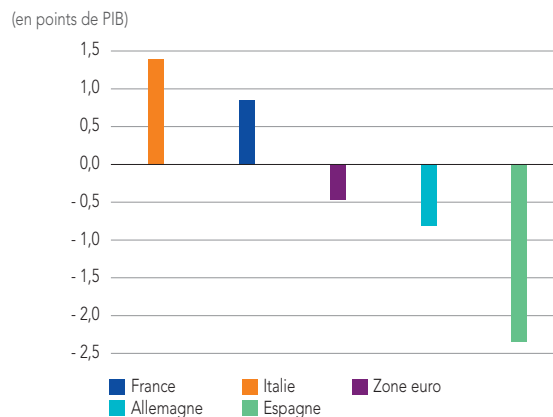
Ensuite, la recherche et le développement ainsi que l'investissement productif des entreprises sont les déterminants clés de la productivité et de la croissance à long terme. Cela passe non seulement par des mesures de soutien public, mais également par un accès facilité au financement par les fonds propres, plus adapté aux investissements innovants. Aux États-Unis, les fonds propres nets des sociétés non financières représentent 121 % du PIB fin 2015 ; cette part n'est que de 65 % en France.

En matière d'**emploi**, certains handicaps de la France sont également bien identifiés : le coût du travail élevé pour l'employeur, en particulier au niveau des bas salaires en raison notamment des mécanismes de négociation salariale et de revalorisation du SMIC. L'objectif légitime de soutenir les bas revenus doit davantage passer par des mécanismes publics, de type RSA et prime d'activité ou réductions de contributions sociales : des mesures en ce sens ont été récemment et heureusement amplifiées. Des rigidités freinent l'adaptation des entreprises à la conjoncture et dissuadent l'embauche. Le marché du travail est trop polarisé entre les actifs bénéficiant des fortes protections des contrats à durée indéterminée, et ceux qui sont au chômage ou n'ont accès qu'à des contrats précaires. Les jeunes, en particulier, se retrouvent ainsi les premiers exclus du marché du travail en France. Le dialogue social – plus nourri chez nombre de nos voisins, à commencer par l'Allemagne – doit être rénové et décentralisé au niveau de l'entreprise, au plus près de la réalité économique et humaine. Le retard dans la mise en place d'un modèle de « flexisécurité » à la française, combinant souplesse pour les entreprises et sécurisation des parcours professionnels des salariés, pourrait ainsi mieux être corrigé. La loi Travail en cours de discussion apporte des progrès bienvenus en ce sens.

L'**éducation** est la troisième priorité régulièrement relevée. La France souffre d'une part d'une formation initiale inégalitaire : les résultats de l'enquête PISA montrent que la corrélation entre le milieu socio-économique des élèves et leur performance scolaire y est plus marquée que dans la plupart des autres pays de l'OCDE. Elle est pénalisée d'autre part par l'insuffisante adaptation entre la formation des jeunes et des chômeurs et les besoins des entreprises. En témoigne le paradoxe persistant entre le maintien d'un chômage élevé et les difficultés de recrutement que connaissent les entreprises⁸. La formation professionnelle reste en effet mal ciblée et insuffisamment performante au regard de son coût. L'apprentissage surtout demeure massivement sous-développé, comparativement à l'Europe du Nord. La France a trois fois moins d'apprentis que l'Allemagne, et trois fois plus de jeunes au chômage.

Enfin, la réforme de l'**État** – et de la sphère publique globalement – apparaît également indispensable. Des administrations publiques modernes, qui rendent des services publics performants, à moindre coût, sont essentielles à la compétitivité de l'économie. L'effort doit concerner également les collectivités territoriales et les administrations de sécurité sociale. Dans ce domaine, la maîtrise des dépenses publiques est clé. La France se caractérise ici par une exception : le niveau des dépenses publiques (56,8 % du PIB) y reste nettement plus élevé que la moyenne de la zone euro (48,6 %). En outre, l'effort budgétaire depuis 2011 y a porté moins sur les dépenses, et plus sur l'alourdissement des prélèvements (graphique 6). Des *benchmarks* de dépenses par secteur comme ceux initiés par France Stratégie sont riches d'enseignements pour permettre enfin de vrais choix de missions, au-delà de la succession des « coups de rabet » trop génériques.

Graphique 6 Évolution des dépenses publiques entre 2011 et 2015



Source : Eurostat.

Le levier de l'augmentation des recettes a en effet atteint ses limites. Il existe par contre aujourd'hui une fenêtre d'opportunité sur la fiscalité pour procéder à des redéploiements, à prélèvement global constant : augmenter les taxes sur les énergies fossiles – compte tenu de leur prix très bas – avec un effet favorable sur l'environnement, pour alléger celles sur le travail et stimuler ainsi l'activité. Ce redéploiement aurait encore plus de sens dans une action européenne ou internationale coordonnée.

**

Certes, de nombreuses réformes ont été menées ces dernières années en France, dont celles sur les retraites, et celle, essentielle, associée au pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) et au crédit d'impôt

⁸ En France, près des trois quarts des entreprises (pourcentage pondéré par leur nombre de salariés) considèrent l'indisponibilité de la main d'œuvre compétente comme un obstacle à l'embauche selon l'enquête *Wage Dynamics Network/Eurosystème*.

pour la compétitivité et l'emploi (CICE). Certains travaux menés à la Banque de France montrent cependant l'apport de réformes plus ambitieuses : par exemple, l'adoption des « meilleures pratiques » en termes d'ouverture des marchés des biens et services et d'adaptation du marché du travail pourrait générer en France de 3 à 5 % de gains de productivité à long terme⁹. L'exemple de nos voisins européens le montre plus encore : pour un résultat durable, la France doit amplifier ses réformes et, surtout, garder le cap dans la durée.

2. Pour une mobilisation collective dans la durée

De la nécessité de changer, nous Français sommes conscients. De notre capacité à le faire, nous doutons. Et sur notre envie de le faire, à tous niveaux, nous sommes schizophrènes : nous souhaitons la réforme, mais d'abord pour les autres.

Cela est vrai entre acteurs économiques – sphère publique et entreprises se renvoient mutuellement la responsabilité de nos échecs –, mais également au sein des catégories sociales et des corporations professionnelles. Année après année, nous semblons ainsi consolider notre « préférence pour la division », et notre incapacité à une stratégie partagée. Et pourtant, une mobilisation collective est à la fois impérative et possible en France. Il nous faut pour cela élargir notre horizon. Dans le temps : nous y sommes déjà parvenus avec succès par le passé. Et dans l'espace : nos voisins européens l'ont réussi plus récemment et en récoltent aujourd'hui les fruits.

2.1 Une relecture dans le temps

Au-delà des cycles conjoncturels, notre histoire économique longue, sur les trente dernières années, peut se lire comme la succession de deux périodes contrastées, avant et après l'entrée réussie dans l'euro. Au risque d'une césure par trop simplificatrice autour de l'année 2000, l'analyse distingue alors deux périodes de quinze ans – qui dépassent au demeurant les clivages politiques car elles enjambent les alternances.

Entre 1985 et 2000, la France a su se mobiliser dans la durée pour sa compétitivité, afin notamment d'entrer en bonne position dans l'euro. Elle a alors mené, non sans faiblesses mais globalement avec constance, une stratégie ambitieuse de désinflation compétitive : désindexation des prix et des salaires, politique du taux de change stable par rapport à ses partenaires européens¹⁰, assainissement relatif des finances publiques, ouverture de la concurrence et renforcement de nos entreprises. Malgré le choc économique lié à la réunification allemande et la récession de 1993, cette stratégie a porté ses fruits à partir de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, alors que nous étions *de facto* déjà en union monétaire. La France a alors connu une forte croissance économique, atteignant 2,7 % par an en moyenne entre 1993 et 2000, et dépassant 3,5 % par an à la fin de cette période, soit près d'un point de plus qu'en Allemagne en 2000 ; un excédent solide et persistant de sa balance courante (1,6 % du

⁹ Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.), « Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail », *Bulletin de la Banque de France* n° 199, 1^{er} trimestre 2015.

¹⁰ Après un dernier ajustement en 1987.

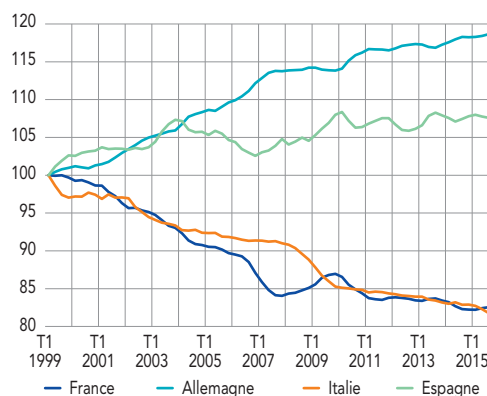
PIB en moyenne sur 1993-2000) ; et une progression de l'emploi à un rythme soutenu, 1,5 % par an sur la même période et plus de 2,5 % par an à la fin des années 1990.

À l'inverse, **entre 2000 et 2015**, les performances relatives de la France se sont dégradées. Dans la première partie des années 2000, une fois acquis ce gain collectif qu'a été l'euro, la France, comme nombre de pays du Sud de l'Europe, a cédé à la tentation de la facilité ; puis la crise de 2008 a exacerbé ses fragilités. Nous avons bien vu tous les avantages de l'euro – et les Français, légitimement, y sont très majoritairement attachés ¹¹ : la monnaie est solide et inspire confiance ; les taux d'intérêt ont fortement baissé ; la vie économique et les déplacements en Europe ont été considérablement facilités. Mais nous en avons moins bien que d'autres pays interprété certaines conséquences : les politiques économiques menées ont cru à tort pouvoir relâcher dans l'euro l'effort de compétitivité, qui est un impératif permanent. La compétitivité-coût de la France s'est détériorée : de 2000 à 2008, le coût unitaire du travail a augmenté de 17 % en France par rapport à l'Allemagne – la réduction du temps de travail en étant un des facteurs parmi d'autres. Depuis 2008 néanmoins, le coût unitaire du travail a baissé en France de 6 % relativement à l'Allemagne, en partie du fait du CICE. Cependant, un tiers seulement de la dégradation des années précédentes a ainsi pu être rattrapé.

En conséquence, sur la période 2000-2015, les parts de marché de la France dans le commerce mondial de biens ont fortement reculé par rapport à ses grands concurrents et à la zone euro. Alors qu'elles s'établissaient à plus de 5,5 % à la fin des années 1990, elles ont connu une longue période de dégradation au cours des années 2000.

Graphique 7 Exportations de biens et services en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro

(base 100 au 1^{er} trimestre 1999)



Sources : Insee, Eurostat, BCE, calculs Banque de France.

En 2015, elles atteignent 3,1 % contre 8,8 % pour l'Allemagne. De ce fait, le solde courant de la France est devenu déficitaire après 2006. Ces évolutions ont naturellement entraîné un retard significatif en termes de croissance et d'emploi par rapport aux meilleures performances de la zone euro.

2.2 Une relecture dans l'espace

Nos voisins européens nous fournissent eux aussi des exemples encourageants. Nombre d'entre eux ont su mener et réussir des réformes d'envergure, pleinement compatibles avec notre modèle social commun : parmi d'autres, la Suède dans les années 1990, l'Allemagne dans les années 2000, l'Espagne depuis les années 2010, voire l'Italie plus récemment et de façon plus partielle.

¹¹ À 67 % dans le dernier Eurobaromètre de la Commission européenne, décembre 2015.

Ces expériences européennes de réformes présentent un certain nombre de caractéristiques communes.

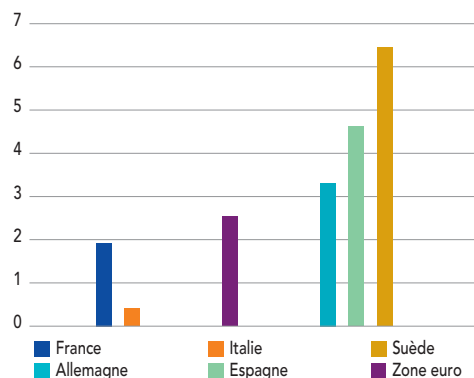
D'abord, ces pays n'ont pas attendu une période d'embellie économique pour mettre en œuvre de profondes réformes. Celles-ci ont à chaque fois été menées dans une situation économique particulièrement dégradée : la Suède avait connu au début des années 1990 une grave crise qui avait provoqué un recul important du PIB, une envolée de la dette publique et une hausse considérable du taux de chômage, passant de 1,7 % à 9,4 % en quatre ans ; au début des années 2000, l'Allemagne était considérée comme « l'homme malade de l'Europe » ; l'Espagne avait été fortement ébranlée par la crise de 2008.

Ensuite, intervenues sous des majorités politiques très diverses, ces réformes se sont distinguées par leur ambition et par la continuité du cap fixé. Les choix ont été adaptés selon les pays mais chacun d'eux a avancé sur les quatre axes évoqués plus haut : entreprises, emploi, éducation, État. En particulier, tous ces pays ont réformé leur marché du travail. Ces réformes d'envergure portent aujourd'hui leurs fruits : sur la période récente (2014-2015), le PIB comme l'emploi progressent nettement plus vite dans les pays « réformateurs » qu'en France et en Italie (graphiques 8a et 8b).

Enfin, ces réformes massives menées par nos partenaires montrent qu'il n'y a pas fatalement à choisir entre un modèle économique plus performant et un modèle social européen auquel nos concitoyens tiennent légitimement. Les niveaux d'inégalités dans les pays qui ont mis en œuvre des réformes sont nettement inférieurs à ceux qui existent aux États-Unis,

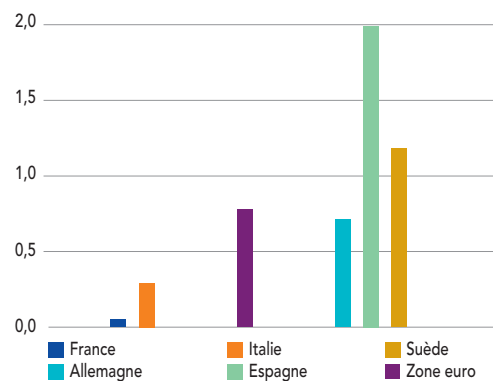
Graphique 8a Croissance cumulée du PIB, 2014 et 2015

(en %)



Graphique 8b Croissance cumulée de l'emploi marchand, 2014 et 2015

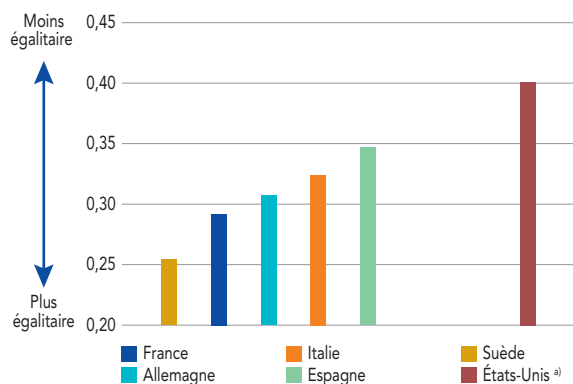
(en %)



Sources : Insee, Eurostat.

grâce en grande partie à l'existence d'un système de redistribution efficace. En 2014, la Suède fait partie des pays les plus égalitaires au monde, et l'Allemagne se situe à un niveau proche de celui de la France. Les différences des pays européens entre eux sont

Graphique 9 Coefficient de Gini après imposition et transferts, en 2014



a) Pour les États-Unis, données 2013.

Note : L'indice (ou coefficient) de Gini est un indicateur synthétique d'inégalités de revenus. Il varie entre 0 et 1 et l'inégalité est d'autant plus forte que l'indice de Gini est élevé.
Source : Eurostat, sauf États-Unis (OCDE).

nettement moins fortes que leur écart d'ensemble avec la société américaine (graphique 9).

Faire preuve de la même ambition en France n'est pas seulement un impératif pour notre pays, c'est aussi une condition de notre crédibilité en Europe pour pouvoir avancer vers une **plus grande coordination de nos politiques budgétaires et structurelles**. Celle-ci est indispensable, en relais de la politique monétaire active, pour relancer la croissance et l'emploi. L'insuffisance actuelle de coordination a en effet coûté à la zone euro, selon certaines estimations, entre deux et cinq points de croissance depuis 2011. L'ampleur anormale de l'excédent courant – plus de trois points de PIB – atteste par ailleurs du réglage sous-optimal au sein de la zone euro. Une plus grande coordination ne saurait cependant être vue comme un substitut aux réformes nécessaires : réformes nationales **et** coordination en zone euro sont toutes deux indispensables, pour

refonder le pacte de confiance entre tous les pays de la zone euro. Cette pleine coordination suppose pour être effective la mise en place d'une institution forte et légitime : la décision appartient évidemment aux responsables politiques, mais pourrait prendre la forme d'un ministre des Finances de la zone euro à la tête de l'Eurogroupe, chargé de proposer la « stratégie collective » de la zone euro, de superviser sa mise en œuvre décentralisée par les États membres et de piloter les outils de gestion de crise.

De façon encore plus rapprochée, il faut amplifier le plan Juncker et l'Union des marchés de capitaux pour bâtir une véritable « Union de financement et d'investissement ». Il s'agit de créer des synergies pour mieux orienter l'épargne des ménages de la zone euro vers l'investissement productif et les fonds propres ; mieux mutualiser les risques entre pays ; et ainsi mieux financer l'innovation et les réseaux dont l'économie européenne a besoin.

**

Saisir notre chance

Réformer notre pays en profondeur est certes une tâche lourde. Le cycle démocratique place aujourd'hui la France dans un horizon de court terme. Mais la préparation des prochaines échéances peut et doit au contraire être l'occasion d'entreprendre un nouveau débat national, de faire la pédagogie des différentes options, et de choisir ensuite une stratégie commune dans la durée.

Réformer notre pays en profondeur demande en effet du temps, et une méthode continue mais séquentielle¹². La certitude des coûts immédiats occulte souvent la perception des bénéfices de long terme. Notre mobilisation collective pourrait se déployer sur un nouveau cycle long, à l'horizon duquel notre pays devrait viser le retour au plein emploi pour vaincre enfin notre plus grand mal qu'est le chômage. Ce que l'on appelle la « courbe en J » des réformes structurelles traduit le fait qu'il est parfois nécessaire d'affronter une période d'efforts soutenus et de dégradation temporaire. C'est notamment pour compenser ces coûts transitoires que des politiques de demande peuvent trouver une grande pertinence.

La politique monétaire est déjà activement mobilisée en ce sens. Elle le restera en cohérence avec son objectif d'inflation proche de 2 % à moyen terme, et en vigilance sur la stabilité financière. À l'intérieur de l'Eurosystème, il incombe à la Banque de France de prendre toute sa part au service de notre pays, dont le bon financement des entreprises – à commencer par les PME – et des ménages. Elle doit contribuer

plus largement à éclairer le débat économique, par les données et études qu'elle publie. Actionner au mieux, après la grave crise de 2008-2011, les instruments monétaires et financiers est un premier devoir ; mais ceci ne saurait suffire. Au-delà de l'amélioration de la conjoncture actuelle, il faut impérativement amplifier le mouvement. Il le faut pour les jeunes, pour les chômeurs, pour la société française.

Nous avons su nous mobiliser antérieurement ; nos voisins européens y ont réussi plus récemment. À nous de jouer, ensemble, tous les atouts de la France.

Paris, le 17 mai 2016

François Villeroy de Galhau

¹² France Stratégie, « Quelle France dans dix ans ? », *La stratégie*, juin 2014, chap. 14.