

LETTRE INTRODUCTIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA **BANQUE DE FRANCE**

ADRESSÉE À :

**MONSIEUR LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE,
MONSIEUR LE PRÉSIDENT DU SÉNAT,
MONSIEUR LE PRÉSIDENT DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

PAR :

**M. CHRISTIAN NOYER,
GOUVERNEUR DE LA **BANQUE DE FRANCE****

Exercice 2007

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la Loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives.

Conformément à la tradition, je me propose de vous faire part de mes réflexions sur l'environnement de la croissance et la politique monétaire, la situation de notre économie ainsi que les principaux défis que la France doit relever pour améliorer de façon durable la croissance et l'emploi.

L'économie européenne

L'économie européenne est entrée au second semestre 2007 dans une phase de forte incertitude, qui pèse sur les perspectives de croissance.

La croissance de la zone euro est restée soutenue : après 2,9 % en 2006, elle est aujourd'hui estimée à 2,6 % en 2007, performance un peu supérieure au potentiel de croissance de l'économie. De ce fait, le taux de chômage, depuis le début de l'année 2005, est resté orienté à la baisse ; il se situe à près de 7 % au printemps 2008.

Cette croissance a été, comme en 2006, équilibrée, car toutes les composantes de la demande y participent. Dans les premières phases de la reprise, la contribution de l'extérieur a été décisive. Mais l'investissement productif et, presque partout, la consommation des ménages ont ensuite soutenu le cycle économique, ce qui a favorisé dans la plupart des pays une consolidation bienvenue des finances publiques sans impact négatif sur l'activité.

Cependant, les perspectives européennes sont aujourd'hui dominées par les incertitudes relatives à l'impact de la crise financière sur l'environnement international. Sans que l'on puisse parler d'un découplage total, les grandes économies émergentes manifestent une solidité encourageante dans l'épisode de turbulences financières que nous traversons. Néanmoins, l'économie mondiale est aujourd'hui confrontée à plusieurs risques : celui d'une baisse plus brutale que prévu de la consommation provoquée par la baisse des prix de l'immobilier ; celui d'une poursuite de l'accélération du renchérissement de l'énergie et des matières premières ; celui enfin d'une extension de la crise financière contribuant

au ralentissement de la croissance dans les grandes économies. Ces risques s'inscrivent en outre dans un contexte de déséquilibres internationaux des balances des paiements courants non résorbés, qui accroissent le risque d'un ajustement désordonné des taux de change.

L'inflation et la politique monétaire

La mondialisation a indiscutablement favorisé l'épisode d'inflation durablement modérée conjuguée à une croissance rapide des grandes économies émergentes, soutenant elle-même l'expansion de l'économie mondiale. L'impact des prix de nombreux biens manufacturés importés de pays à bas coûts de main-d'œuvre a en effet compensé largement les hausses de prix des services et permis d'atténuer les chocs transitoires comme nous en avons connu en zone euro depuis 2000. Cette époque est vraisemblablement révolue. Il semble en effet que la mondialisation a cessé, probablement pour une longue période, d'être spontanément désinflationniste. Malgré le ralentissement de la conjoncture globale dû aux incertitudes financières, les prix des matières premières, notamment ceux de l'énergie et des métaux, stimulés par une croissance toujours forte des pays émergents, paraissent désormais tendanciellement orientés à la hausse.

La forte hausse du prix du pétrole et des matières premières et celle des prix alimentaires apparaissent responsables au premier chef de l'accélération de l'inflation observée en 2007 dans la zone euro. La politique monétaire de l'Eurosystème a principalement visé, conformément au mandat que lui donne le Traité, à assurer la stabilité des prix dans la durée. Dans un contexte de croissance soutenue dans la zone euro, le principal taux directeur de l'Eurosystème a été porté de 3,5 % à 4 % au premier semestre. À partir de l'été 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu inchangée l'orientation de la politique monétaire. En effet, alors que la croissance du PIB en volume était modérée mais stable, il a observé l'existence de fortes tensions s'exerçant à court terme sur l'inflation et le maintien de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, dans un contexte de croissance très vigoureuse de la monnaie et du crédit. Il a également pris en compte le degré particulièrement élevé d'incertitude résultant des turbulences sur les marchés de capitaux.

Au-delà des chocs transitoires, ce sont les anticipations des agents économiques, celles des ménages comme celles des entreprises ou des marchés financiers, qui déterminent largement l'inflation. Ces agents sont de mieux en mieux informés. Ils perçoivent rapidement les évolutions qui menacent le pouvoir d'achat ou la valeur de leur épargne. S'ils considèrent que la politique monétaire n'est pas susceptible de maîtriser l'inflation, ils ajustent très rapidement leurs comportements : par exemple en demandant des salaires plus élevés, ce qui déclenche une spirale prix-salaires ; ou en exigeant une rémunération plus forte de leur épargne, ce qui pousse les taux d'intérêt à long terme à la hausse et pèse sur l'investissement et l'emploi.

C'est donc d'abord et avant tout en stabilisant les anticipations d'inflation que la politique monétaire peut efficacement contribuer à la croissance économique. Si la politique monétaire est crédible, la confiance existe et les agents économiques prennent leurs décisions dans un environnement plus fiable.

La défense de la monnaie, c'est aussi la préservation du pouvoir d'achat. Nos compatriotes le savent, qui manifestent sans ambiguïté leur attachement à la stabilité des prix, tout comme à la lutte contre le chômage. À l'inverse, l'inflation est une forme de spoliation, qui touche d'abord et avant tout les ménages les moins favorisés. Dans une économie moderne, le contrat social repose sur la confiance que les citoyens accordent à leur monnaie. Avec l'euro, la France dispose aujourd'hui d'une des deux premières monnaies mondiales, dont la légitimité aux yeux des citoyens repose sur la stabilité qu'elle procure à leur épargne et à leur pouvoir d'achat. La Banque de France, à sa mesure, entend y consacrer toute son énergie.

L'économie française dans l'économie mondiale

Au printemps 2008, l'économie française offre un tableau contrasté. Plusieurs indicateurs essentiels paraissent bien orientés : le rythme de croissance annuel reste pour l'heure proche de 2 %, le nombre de demandeurs d'emplois continue de baisser et le marché immobilier ne connaît plus de progressions déraisonnables des prix.

En revanche, la France enregistre depuis plusieurs années un déficit important de son commerce

extérieur, qui s'est encore creusé en 2007, à près de 40 milliards d'euros. La hausse des prix du pétrole n'est naturellement pas indifférente, mais c'est l'excédent commercial hors énergie qui s'est abaissé, revenant d'environ 18 milliards d'euros en 2006 à 6 milliards en 2007. Certes, l'appartenance à la zone euro protège l'économie française des turbulences financières qui auraient autrefois menacé, dans une telle circonstance, la stabilité de sa monnaie. Si en union monétaire le solde externe n'est plus une contrainte financière de court terme, il reste cependant un indicateur éclairant des capacités d'une économie à préserver ses capacités concurrentielles.

Comment comprendre, en effet, la hausse de ce déficit extérieur ? La demande intérieure française, portée par une consommation des ménages plus dynamique que celle de la moyenne européenne, a pu y contribuer dans les années passées. Une spécialisation géographique et sectorielle insuffisamment adaptée peut être invoquée pour rendre compte du fléchissement de nos performances à l'exportation, mais elle ne peut expliquer le décrochage du solde de nos échanges extérieurs depuis 2005.

Plus fondamentalement, la compétitivité-prix de nos industries s'est sensiblement dégradée dans les années récentes. L'appréciation de l'euro a sans doute joué un rôle pour les branches principalement exportatrices et dont les concurrents sont localisés dans d'autres zones monétaires. Mais l'Allemagne, avec la même monnaie, n'a pas souffert des mêmes maux et c'est bien à l'intérieur de la zone euro que se dégradent principalement nos échanges extérieurs. Le facteur critique de nos difficultés semble bien être les conséquences diffuses de la réduction du temps de travail. La compétitivité française a été affectée par les hausses et les rattrapages de salaires liés à la réduction de la durée du travail, alors même que l'Allemagne, de son côté, touchait les dividendes de plusieurs années consécutives de modération salariale.

Sur la question du taux de change, je crois important de clarifier les termes du débat. Les commentaires et l'attention du public sont focalisés sur l'appréciation de l'euro face au dollar. Mais au-delà de ce cours bilatéral, il convient d'un point de vue macroéconomique d'analyser l'évolution du taux de change effectif, c'est-à-dire l'évolution de la position vis-à-vis des monnaies de l'ensemble des partenaires. Il faut aussi tenir compte des évolutions des prix relatifs avec ces

mêmes partenaires pour se faire une idée plus précise de l'impact réel de ces mouvements de parité. D'autres facteurs ne doivent pas être négligés, tels que les comportements de marge des entreprises ou la qualité et l'innovation. Enfin, en sens inverse, l'appréciation de l'euro a considérablement amorti le choc de la hausse des prix du pétrole et des matières premières qui sont pour l'essentiel libellés en dollar.

Pour autant, nous vivons une période caractérisée à la fois par des fluctuations amples et désordonnées des principales devises des pays développés et par une insuffisante flexibilité de nombreuses devises de pays émergents, ce qui appelle indiscutablement une action coordonnée et résolue des grands pays.

En effet, la détermination des taux de change des principales monnaies traduit la confrontation de forces puissantes dans une économie et une finance mondialisées. Or, si les flux de capitaux peuvent se déplacer librement et instantanément par-delà les frontières, les régimes de change restent très différents du point de vue de leur flexibilité. Cette situation peut entraîner des ajustements en fonction du régime de change considéré, plutôt qu'au regard des fondamentaux, que ce soit entre zones monétaires ou au sein d'une même région, comme en Asie. Une résorption sans heurts des déséquilibres mondiaux appelle donc une plus grande flexibilité des régimes de change, particulièrement dans les pays dégagant des excédents élevés des paiements courants. Mettre en œuvre cette flexibilité devrait sans aucun doute constituer une priorité des chefs d'État et de gouvernement du G 7 dans les mois qui viennent.

Une plus grande flexibilité des régimes de change apparaît d'ailleurs de l'intérêt des pays émergents eux-mêmes. En maintenant un lien trop rigide avec le dollar, certains de ces pays sont conduits à « importer » largement la politique monétaire américaine, qui est le plus souvent totalement inadaptée à leur situation économique, provoquant des pressions inflationnistes difficiles à contrôler, lesquelles tendent à se répercuter ensuite dans l'ensemble de l'économie mondiale.

Poursuivre les réformes structurelles

Pérenniser la dynamique de croissance de notre pays suppose une forte augmentation de la quantité de travail mobilisée. Les pays d'Europe dont le revenu par tête progresse le plus rapidement sont ceux qui

ont accru leur force de travail par l'augmentation des taux d'emploi. La France dispose, notamment grâce à sa démographie, d'importantes réserves de croissance. Si celles-ci peuvent être sollicitées par des politiques appropriées, notre pays devrait, en quelques années, accroître substantiellement le niveau du revenu par tête et au minimum rejoindre le groupe des européens les plus performants.

Ce rattrapage est à notre portée. L'économie française a d'ailleurs entamé l'année 2008 avec le bénéfice des réformes qui ont déjà été engagées, mais l'effort doit être poursuivi. Comme je l'ai déjà indiqué, cela implique un changement profond des habitudes et des politiques.

Il n'est ni économiquement ni socialement souhaitable que la France soit l'un des pays de l'OCDE où le nombre annuel d'heures travaillées par personne exerçant un emploi est le plus faible, ni l'un des pays de la zone euro où le taux d'emploi des travailleurs âgés est le plus bas. À cet égard, améliorer le fonctionnement du service public de l'emploi en rapprochant ANPE et Unedic, faciliter pour les salariés la possibilité de faire des heures supplémentaires, instaurer un nouveau mode de rupture conventionnelle du contrat de travail et introduire des contrats de travail plus adaptés aux attentes des employeurs, notamment un contrat à durée déterminée pour un objet défini et un contrat de portage salarial, constituent des avancées très importantes, susceptibles tant de distribuer du pouvoir d'achat dans l'économie que de favoriser de nouvelles créations d'emplois par les entreprises.

Évidemment, la réforme des régimes spéciaux de retraite plusieurs fois reportée et que votre Gouvernement a su mettre en œuvre est également un signe capital de la volonté réformatrice qui doit être celle de la France aujourd'hui. Elle permettra de consolider les fondements d'un modèle de solidarité confronté au défi du vieillissement démographique.

Ces réformes devront être poursuivies, et les travaux de nos économistes, comme les conclusions de nombreuses autres institutions, ne peuvent qu'inviter à aller plus loin dans l'adaptation des structures de l'économie française aux exigences de la globalisation. À cet égard, à un moment où la compétitivité relative de la France commence à se redresser, il importe d'être extrêmement vigilant quant aux développements touchant à la formation des salaires en général et aux revenus minimaux, dont le SMIC, en particulier.

Sauf à provoquer une hausse des prix qui annule immédiatement ses effets en termes de pouvoir d'achat, et pénalise en particulier les personnes en situation fragile, la hausse des salaires doit se fonder sur la redistribution, au niveau de chaque entreprise, d'une partie des gains de productivité réalisés. En sens inverse, une hausse trop rapide du SMIC, aux effets horizontaux et indiscriminés, comporterait un risque pour la compétitivité de certaines de nos entreprises, donc pour la croissance et pour l'emploi.

Il apparaît souhaitable de développer de façon plus cohérente et lisible les incitations à l'offre de travail, en rendant ce dernier plus rémunérateur par rapport à l'inactivité. Ainsi, les réflexions menées sur le lien à établir entre indemnités de chômage, effort de réinsertion dans le monde du travail et formation proposée aux personnes privées d'emploi, paraissent aller dans la bonne direction, de même que les réflexions engagées sur les revenus de remplacement qui visent à rendre, pour chaque personne, le revenu continûment croissant avec le niveau d'activité. Le temps partiel choisi constitue aussi un moyen de concilier emploi et activités familiales, préférable à l'inactivité. Toutes ces mesures, il faut le souligner, sont parfaitement compatibles avec le souci d'élever le pouvoir d'achat, au plan individuel comme pour l'ensemble de l'économie française.

Bien entendu, les réformes ne doivent pas seulement intervenir sur le marché du travail, mais également sur le marché des biens. Les pays qui ont réussi ces changements sont ceux qui ont pu développer une logique vertueuse de l'activité, de la productivité et de l'emploi. Si un seul chaînon manque, les réformes mises en place ailleurs ne produisent pas tous les effets escomptés.

On sait ainsi qu'il existe, dans notre pays, d'importants gisements d'emplois dans les services marchands. On sait aussi que, le plus souvent, ces emplois sont, par nature, non délocalisables. Mais leur développement reste encore entravé par de nombreux obstacles. Il est encore trop souvent difficile, voire interdit, en France, de produire ou de vendre des services.

Un réexamen serein de l'ensemble des conditions légales et réglementaires d'exercice d'un grand nombre d'activités de commerces et de services paraît, à cet égard, constituer une priorité et une urgence. Le projet de loi de modernisation de l'économie comporte dans ce domaine des dispositions d'une grande importance.

Réduire les déficits publics

Avec un déficit public qui atteint 2,7 % du PIB en 2007 et une dette à 63,9 % du PIB, la situation des finances publiques est dégradée.

Notre pays s'est engagé à respecter le Pacte européen de stabilité et de croissance réformé et le respect de cet engagement matérialisé dans son programme de stabilité et de croissance est le gage de notre crédibilité vis-à-vis de nos partenaires européens.

Dans l'intérêt de notre économie et de nos concitoyens, une attention toute particulière doit être plus que jamais accordée à la soutenabilité des finances publiques. Le rôle traditionnellement reconnu aux finances publiques et sociales est de permettre une meilleure allocation des ressources dans l'économie, de favoriser la redistribution souhaitée des revenus et, si les conditions sont réunies, d'aider à la stabilisation des cycles économiques. Ces trois rôles sont toutefois plus périlleux à assurer dans une économie mondialisée qui atténue les marges de manœuvre et crée, de plus en plus, une concurrence croissante entre les systèmes fiscaux les plus attractifs et les politiques publiques les plus performantes. Plusieurs défis majeurs s'ensuivent.

En premier lieu, un examen critique de la qualité des dépenses publiques s'impose. La France est le pays de la zone euro où la part des dépenses publiques par rapport au PIB est la plus élevée. Il convient donc de privilégier les dépenses porteuses d'avenir et qui accompagnent les réformes. À cet égard, la démarche engagée de révision générale des politiques publiques apparaît cruciale. Un regard vigilant s'impose tout particulièrement pour les allègements de charge dits « défensifs » destinés à atténuer des contraintes spécifiques qui pèsent sur la situation financière de nos entreprises. On doit ainsi s'interroger sur l'efficacité à long terme des dispositifs d'aide à l'emploi : utiles, voire indispensables quand ils assurent l'insertion dans la population active de personnes que les aléas de la vie ont privé de l'égalité des chances que tout citoyen peut attendre, ils sont moins légitimes quand ils servent, au contraire, à compenser financièrement les effets de rigidités introduites par ailleurs dans le fonctionnement du marché du travail, et qui touchent plus spécifiquement les décisions d'embauche.

En second lieu, les dépenses de structure méritent d'être allégées, comme le Gouvernement a commencé

à le faire en engageant des mesures d'économies dans le cadre ambitieux de la révision générale des politiques publiques que vous avez initiée. Plus que d'autres, la France dispose de fonctions publiques de grande qualité, et c'est là une chance pour un très grand nombre de services rendus au meilleur coût à la collectivité. Néanmoins, de tous les pays développés, le nôtre est celui où la croissance des emplois publics a été la plus forte ces dernières années. Les administrations centrales, en particulier, n'ont pas adapté leurs effectifs à la mesure des missions dévolues aux collectivités locales, tandis que ces dernières recrutaient largement pour y faire face. Le départ à la retraite de générations importantes de fonctionnaires représente une opportunité qu'il faut saisir pour contrecarrer cette évolution et restaurer, de cette manière, des marges de manœuvre budgétaires.

Ainsi que le Gouvernement vient de le réaffirmer très clairement, le financement de la protection sociale devient enfin une priorité. Au fil des années, les comptes du régime général se révèlent en effet être durablement déficitaires. Or, avec des dépenses liées à l'âge qui vont continuer à fortement augmenter ces prochaines années, la pérennité du système français de protection sociale passe par le rétablissement rapide de l'équilibre des comptes sociaux. Pour la réalisation de cet objectif, la voie d'une augmentation globale des prélèvements sociaux ne peut être retenue en raison des effets néfastes qu'une telle hausse impliquerait sur la demande de travail et le pouvoir d'achat des ménages et alors même que le niveau des prélèvements obligatoires en France est déjà très élevé par rapport aux autres pays industrialisés. Les réformes structurelles visant à accroître le nombre des emplois et, *via* la poursuite des réformes des régimes de retraite, à allonger le nombre d'années travaillées permettront progressivement à la fois d'augmenter les recettes et de réduire les dépenses de la protection sociale. Il est souhaitable qu'elles puissent être conjuguées avec la mise en œuvre de mesures qui améliorent plus rapidement la maîtrise des dépenses sociales, et tout particulièrement des branches maladie et vieillesse.

Des réformes d'envergure sont donc plus que jamais nécessaires dans la gestion publique, pour réduire le fardeau que nous léguerons aux générations

futures. Ce qui serait légitime si cette dette servait à constituer un capital productif dont bénéficieraient ces générations devient économiquement inefficace et moralement injuste quand ces générations futures se voient, en réalité, imposer le financement des dépenses courantes des générations présentes. Pareil héritage est d'autant plus condamnable que le développement durable constitue une des priorités nouvelles des politiques publiques, et que jamais le souci de léguer aux générations à venir un environnement de qualité n'a autant inspiré et guidé l'action publique.

* * *

L'économie française a commencé à engager des réformes en profondeur qu'il est impératif de poursuivre pour préserver, et si possible améliorer, la position relative de notre pays dans la concurrence globale. Notre pays possède des atouts humains et technologiques que beaucoup nous envient, mais notre économie est entravée par de multiples rigidités introduites au fil du temps et qui apparaissent particulièrement pénalisantes dans le monde ouvert et concurrentiel d'aujourd'hui.

C'est pourquoi les réformes sont indispensables. Nous avons la capacité d'obtenir plus de croissance, plus d'emploi, plus de pouvoir d'achat à condition de permettre à notre économie d'exploiter tout son potentiel. Si la mondialisation est ici ou là facteur d'insécurité accrues, elle offre en même temps des opportunités que nous devons nous préparer à saisir.



Christian NOYER

