

LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU-DELÀ DE LA CRISE COVID

L'édition 2021 de la Lettre au Président de la République¹ est dédiée à la politique monétaire en sortie de crise, après les vingt ans de l'euro en 2019² et la crise de la Covid en 2020³. Elle s'inscrit dans le cadre de la revue stratégique de politique monétaire de la BCE, initiée par Christine Lagarde avec l'Eurosystème et conclue le 8 juillet 2021.

La politique monétaire a joué un rôle décisif aux moments les plus critiques de la pandémie. Efficace et accompagnée par un soutien budgétaire sans précédent, elle est pourtant souvent méconnue du grand public. C'est dans ce contexte que nous avons engagé un dialogue inédit avec les Français pour répondre concrètement aux questions qu'ils se posent sur la politique monétaire.

Ces rencontres, qui ont réuni près de **260 000 Français**, ont été riches d'enseignements. Bien que nous ne puissions répondre à toutes les attentes exprimées, nous sommes totalement engagés dans le cadre de notre mandat à relever les défis d'après-crise : la sortie des programmes exceptionnels, la lutte contre le réchauffement climatique mais également l'emploi ou les inégalités.

1

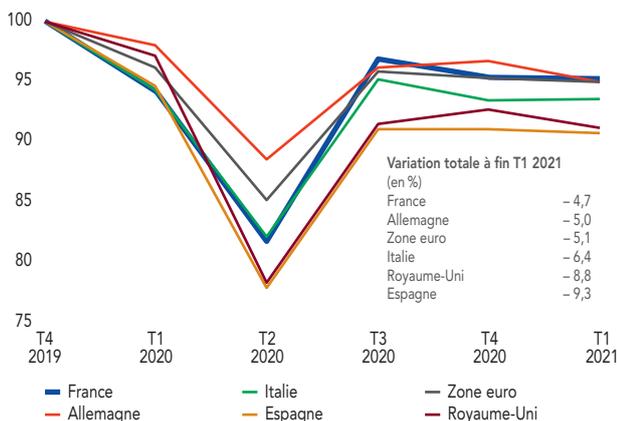
UN CHOC SANITAIRE, ÉCONOMIQUE ET SOCIAL BIEN AMORTI PAR DES MESURES FORTES

1.1 La crise sanitaire a engendré un choc économique inédit en temps de paix

Le PIB de la zone euro a chuté de 11,6 % au deuxième trimestre 2020 et de 6,7 % sur l'ensemble de l'année 2020 :

Graphique 1 Évolution du PIB en Europe

(base 100 = T4 2019)



Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux.

Comparée à ses voisins européens, la France a connu une baisse du PIB plus marquée sur l'ensemble de l'année 2020 (-8,2 %), mais a fortement rebondi depuis le deuxième semestre ; elle devrait en 2021 et 2022 connaître une croissance cumulée d'environ 10 %, même dans le cas où le variant Delta provoquerait le retour de certaines restrictions sanitaires. La zone euro devrait retrouver son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022.

Le soutien budgétaire a été massif et efficace : les dispositifs mis en place ont permis de préserver en moyenne le pouvoir d'achat des ménages et la situation financière des entreprises. La principale menace sur la reprise est maintenant moins le variant Delta, ou les difficultés d'approvisionnement – qui pourraient être temporaires : ce sont les **difficultés de recrutement**, qui touchent déjà 44 % des entreprises. Après les mesures d'urgence, il n'est donc guère aujourd'hui 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.

1. LPR 2021
2. LPR 2019
3. LPR 2020

1.2 La réaction de politique monétaire a été puissante et efficace

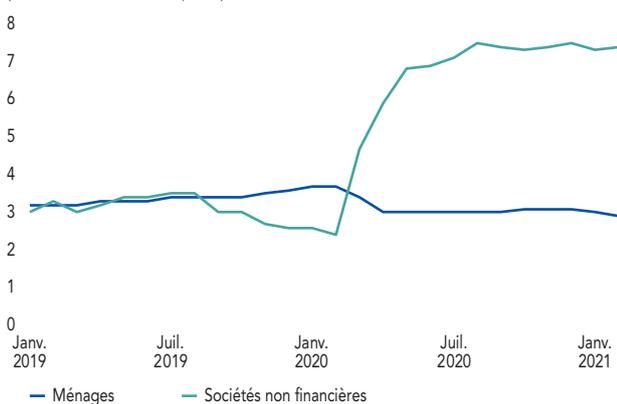
Pour freiner l'épidémie, des pans entiers de l'économie ont été arrêtés, avec un fort effet désinflationniste, l'inflation passant de 1,3 % en 2019 à 0,3 % en 2020 en zone euro. Au nom de son mandat de stabilité des prix, l'Eurosystème a apporté un soutien rapide, fort et efficace en posant les fondations d'un véritable « pont de financement » pour aider les acteurs économiques à traverser la crise.

Maintenir des conditions de financement favorables

Un programme historique a été mis en place dès mars 2020 : des prêts exceptionnels pour les ménages et les entreprises qui se financent par les banques, et des achats d'urgence pour les États et les grandes entreprises qui se financent via les marchés. La politique monétaire a ainsi maintenu des conditions de financement favorables dans toutes les économies, pour tous les acteurs économiques, y compris les entreprises et les ménages :

Graphique 6 Variation des encours de crédit en zone euro

(taux de croissance annuel, en %)



Source : BCE.

Grâce à cette riposte forte et rapide, l'action de la BCE a contribué à préserver environ 2 millions d'emplois et devrait avoir un effet cumulé de 1,6 % sur la croissance du PIB sur 2020-2022.

2

À la rencontre des citoyens grâce à une communication plus ouverte : « La Banque de France à votre écoute »

Au-delà d'une responsabilité démocratique essentielle, une communication plus ouverte et claire 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.

Le dialogue inédit 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 avec près de 260 000 Français – dont 145 000 jeunes –, et avons recueilli directement de leur part plus de 600 questions.

Nous en retirons trois leçons, et prenons en conséquence une série d'engagements :

LEÇON	ENGAGEMENT
1 La politique monétaire est mal connue mais intéresse les Français	Organiser chaque année une rencontre de la politique monétaire couplée à un sondage Rendre tous nos supports plus accessibles pour tous les publics
2 L'inflation est une source importante d'interrogations	Mesurer tous les trimestres les anticipations d'inflation des PME
3 De fortes préoccupations au-delà du mandat de stabilité des prix	Voir 3 ^e partie : Le rôle de la politique monétaire pour relever les défis d'après-crise

LA BANQUE DE FRANCE à votre écoute !



Événement national
du 8 février

10 000 en live
+ de 100 000 en replay¹



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/>

3

Relever les défis de l'après-crise tout en gardant le cap de nos missions

3.1 Clarification de l'objectif d'inflation

L'inflation en zone euro est passée d'une moyenne de 2,1 % sur la période 1999-2007 à une moyenne de 1,0 % sur la période 2013-2019. Il s'agit d'un phénomène mondial qui s'explique notamment par la faiblesse de la conjoncture et la baisse du prix du pétrole après 2014. De ce point de vue, les craintes d'un retour excessif de l'inflation, lié notamment aux difficultés d'approvisionnement, ne doivent pas être sur-interprétées : l'inflation de la zone euro resterait en 2023 à un niveau faible, à + 1,4 %.

Il n'y a, à ce stade, pas de risque de retour durable de l'inflation en zone euro. Notre politique devra donc rester très accommodante aussi longtemps que nécessaire.

Dans une reprise entourée d'incertitudes, une chose est sûre : la boussole vers la sortie de crise reste notre objectif d'inflation. La stabilité des prix dans la zone euro est définie au terme de la revue stratégique comme un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme, symétrique, ce qui signifie que les 2 % pourront être temporairement dépassés. Cette nouvelle formulation clarifie l'objectif précédent⁴, et contribuera à ancrer durablement les anticipations d'inflation.

⁴ Défini depuis 2003 comme une inflation « proche de, mais inférieure à 2 % ».

3.2 Stabiliser la dette publique

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. Annuler la dette n'est pas une option : non seulement c'est exclu par le traité – et cela reviendrait à quitter l'euro –, mais plus encore, cet élément affecterait la confiance des citoyens dans la monnaie.

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.

3.3 Les défis plus structurels : l'environnement et le social

Les banques centrales engagées pour l'environnement

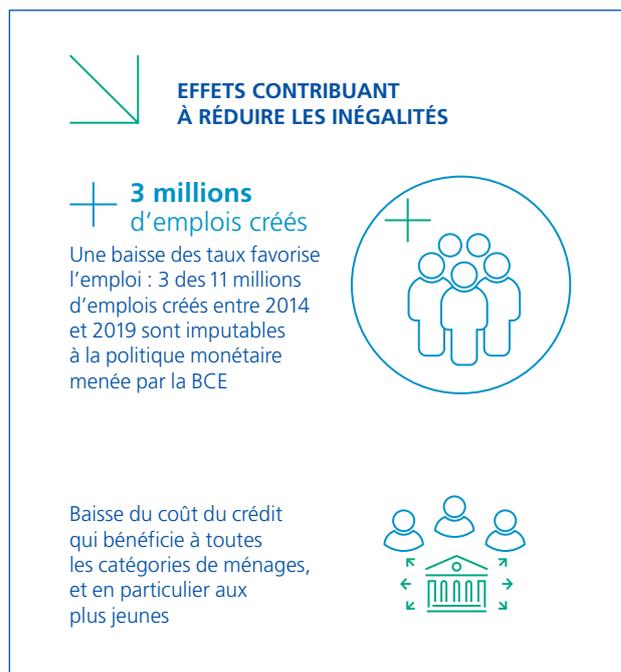
En matière de lutte contre le réchauffement climatique, les banques centrales ne peuvent pas tout faire : rien ne remplacera un juste prix du carbone. Pour autant, nous devons agir car le changement climatique affecte déjà la stabilité des prix. D'où les trois engagements que nous prenons, dans le cadre de la revue stratégique :

- d'abord, modéliser les effets du changement climatique sur nos prévisions économiques ;
- ensuite, imposer la transparence, non seulement pour nous, mais aussi pour les banques et entreprises ;
- enfin, le changement le plus lourd, réduire le risque climatique associé à nos opérations.

La politique monétaire soutient l'emploi et diminue ainsi les inégalités de revenus

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 de patrimoine, son effet économique global se révèle favorable au revenu des ménages les plus modestes :



Face à la pandémie, l'Eurosystème a démontré, une fois de plus, sa détermination totale à soutenir l'économie de la zone euro. Après le temps des « pompiers », efficaces face à la crise Covid, doit maintenant venir celui des architectes : l'Europe ne doit pas manquer de tirer les leçons de l'après-pandémie pour renforcer, enfin, son Union économique, à côté de son Union monétaire réussie.