BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

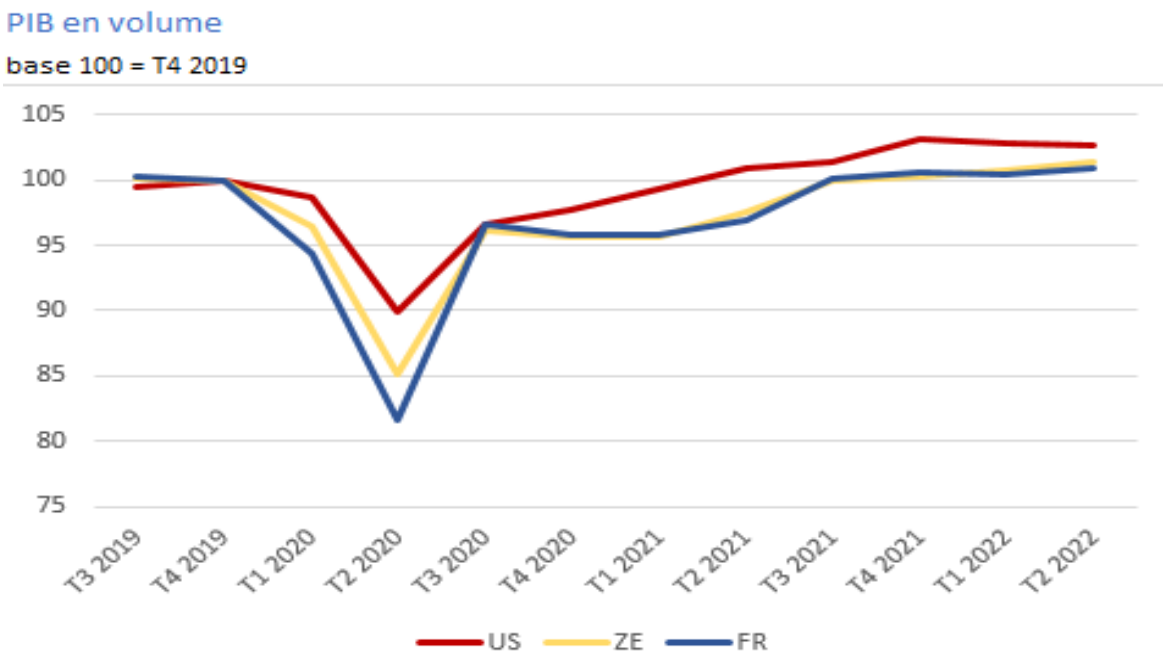
CNR – 8 SEPTEMBRE 2022

ENTRE CHOCS ET INCERTITUDES : UNE PHOTOGRAPHIE EN PERSPECTIVE DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

LES DEUX PREMIERS CHOCS : LE COVID, ET LE REBOND

Le Covid a provoqué une chute d'activité profonde que les économies développées ont pu surmonter : toutes ont retrouvé leurs niveaux d'activité d'avant crise

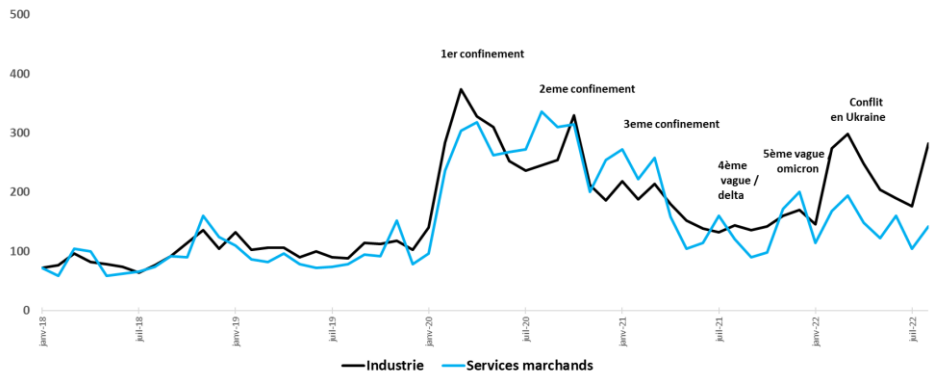


Au 1er semestre 2022, le dynamisme de la reprise a été affecté par le déclenchement de la guerre en Ukraine.

LES ÉCLAIRAGES LES PLUS RÉCENTS SUR L'ACTIVITÉ EN FRANCE

Part des entreprises indiquant des difficultés d'approvisionnement (en %)

Indicateur d'incertitude



Une demande qui résiste (croissance attendue à +0,3% au T3, après 0,5% au T2)

Des tensions sur l'offre :

- baisse des difficultés d'approvisionnement des entreprises ;
- des difficultés de recrutement persistantes (57%) ;
- une forte hausse de l'incertitude dans l'industrie en lien avec l'énergie (prix/disponibilité) ;
- La poursuite d'une inflation élevée.

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

UNE ÉCONOMIE QUI RÉSISTE BIEN JUSQU'À PRÉSENT, MAIS VA RALENTIR AVEC DE FORTES INCERTITUDES

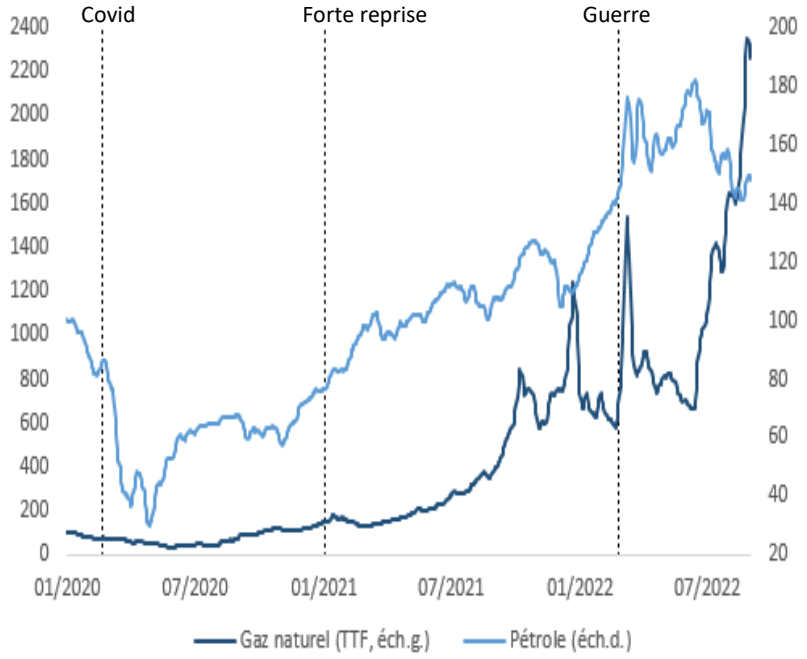
Prévisions Banque de France actualisées au 15 septembre, avec en variante des scénarios dégradés :

- Pour 2022, une croissance supérieure à 2,3 % (prévisions de juin)
- Pour 2023, de grandes incertitudes, notamment sur le marché du gaz : un fort ralentissement, pouvant aller jusqu'à une récession limitée.
- Pour 2024, une reprise de la croissance
- Un taux de chômage historiquement faible à court terme (7,4 %) qui devrait remonter modérément par la suite

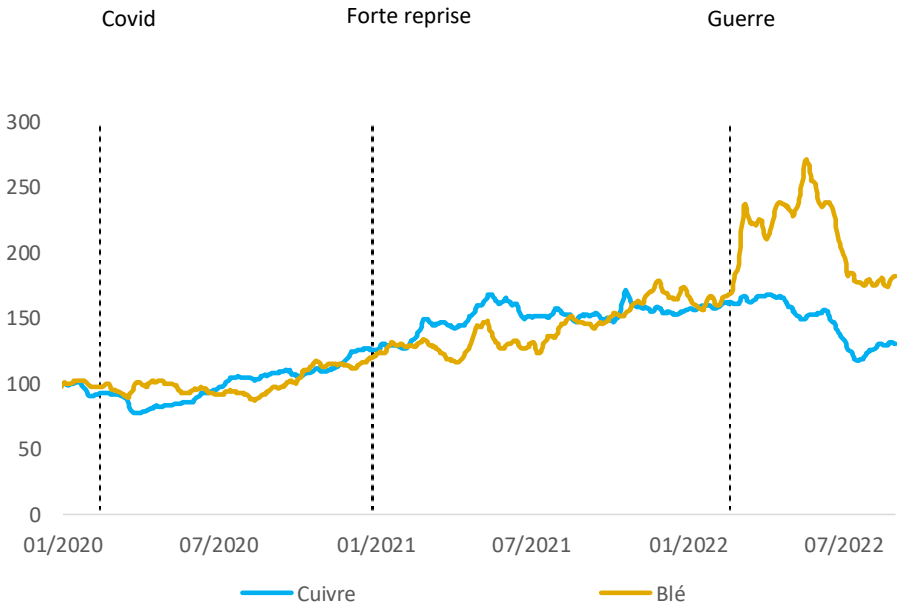
ÉVOLUTION DU PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Au choc du COVID puis de la forte reprise, s'est ajouté celui de la guerre en Ukraine, provoquant une forte hausse des prix de l'énergie et de l'électricité en Europe

Graphique 19 Cours des combustibles fossiles



Graphique 20 Indices des prix des matières agricoles et métaux industriels



LE RETOUR DE L'INFLATION

Après une décennie en-dessous de l'objectif de 2 %, la hausse des prix connaît une forte accélération

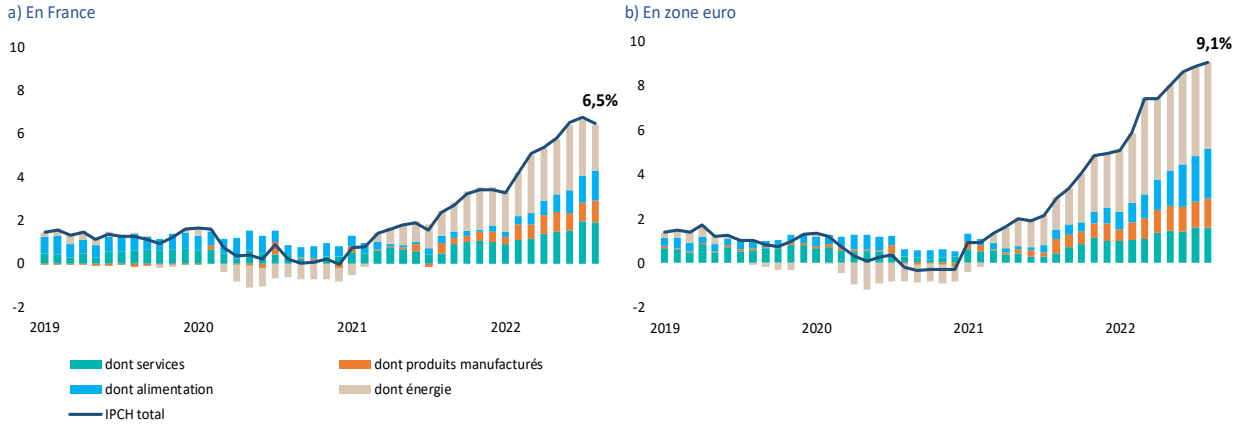
En août 2022, l'inflation a atteint **+6,5 %** en France selon l'indice harmonisé IPCH, **+5,8 %** selon l'indice IPC*

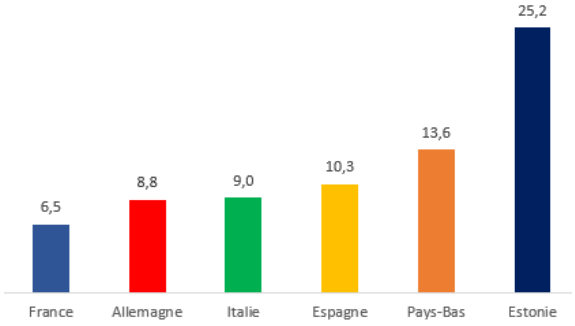
Ce niveau **trop élevé** reste néanmoins le plus bas de la zone euro **(moyenne de la zone euro à + 9,1 %)**, grâce notamment au bouclier tarifaire.

En août 2022, l'inflation de la zone euro a encore été marquée par une **forte dispersion**

Graphique 1 Inflation et composantes

(en %, en glissement annuel)





Inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) :
+4,1 % en France, +4,3 % en zone euro

Une inflation désormais également plus « **interne** », plus « **large** », qui va se maintenir à un niveau élevé sous l'effet des chocs sur le prix du gaz

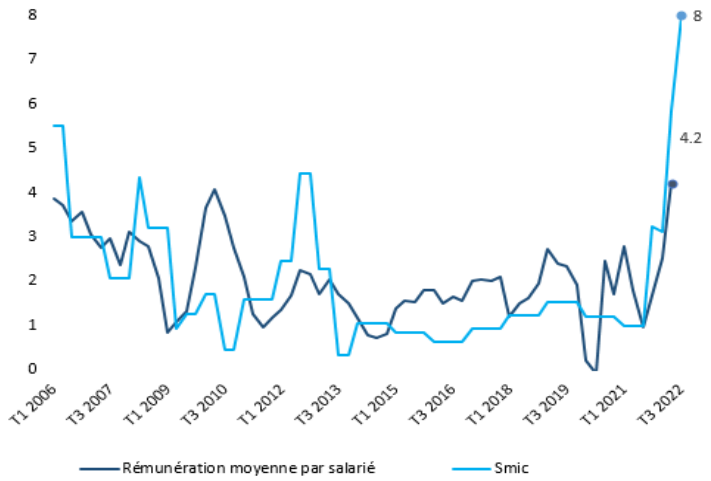
BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

ÉVOLUTION DES SALAIRES ET DU POUVOIR D'ACHAT

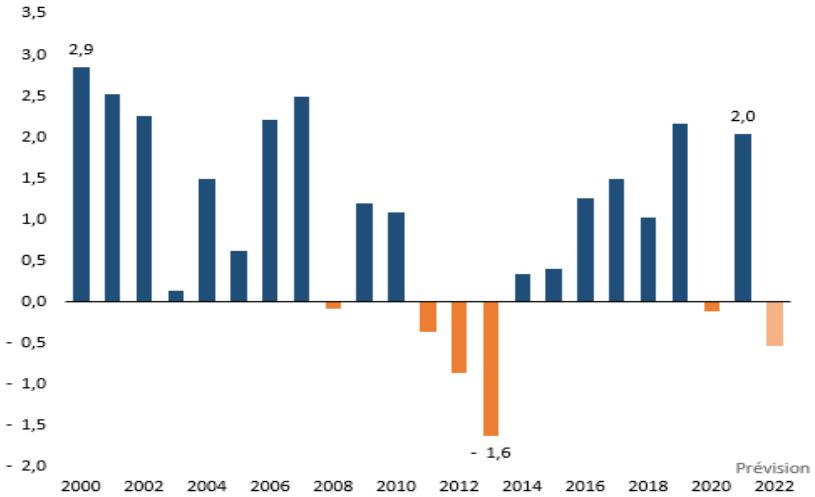
- La rémunération moyenne par salarié (y.c. bonus, primes, heures supplémentaires etc.) croît de 4,2 % en glissement annuel au 2e trimestre 2022. Selon nos premières estimations, elle continuerait à accélérer dans les prochains trimestres pour atteindre un pic proche de 6 % mi-2023.
- Mais à ce stade, pas d'enclenchement d'une spirale prix-salaires.

- Les ménages sont inégalement touchés par l'inflation.
- Ils ressentent néanmoins fortement la perte moyenne de pouvoir d'achat début 2022. Après plusieurs années de hausse significative, le pouvoir d'achat moyen serait impacté sur 2022.
- Le recul de pouvoir d'achat semble nettement plus marqué dans le reste de la zone euro et au Royaume-Uni

Graphique 5 Évolution du Smic et de la rémunération moyenne par salarié en France
(glissement annuel, en %)



Graphique 4 Évolution du pouvoir d'achat par habitant en France
(en %, moyenne annuelle)

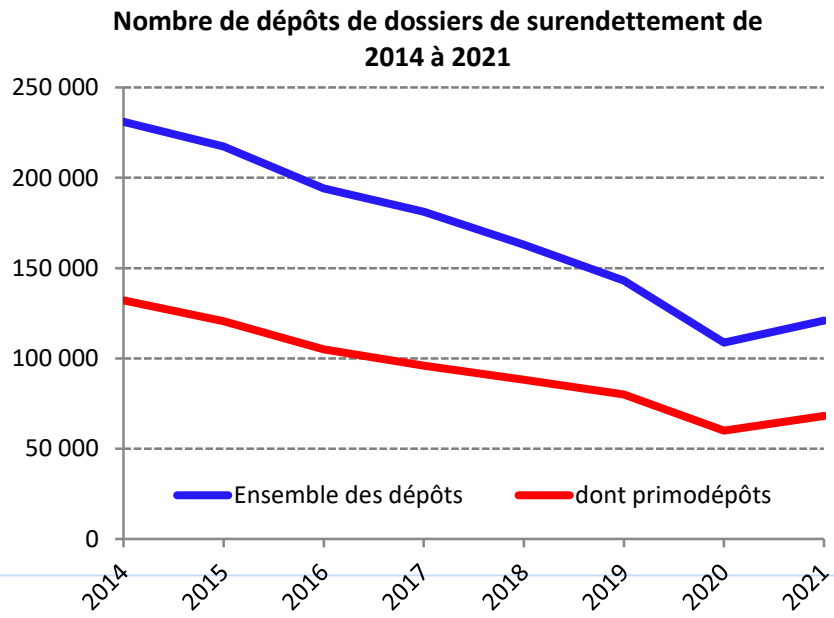


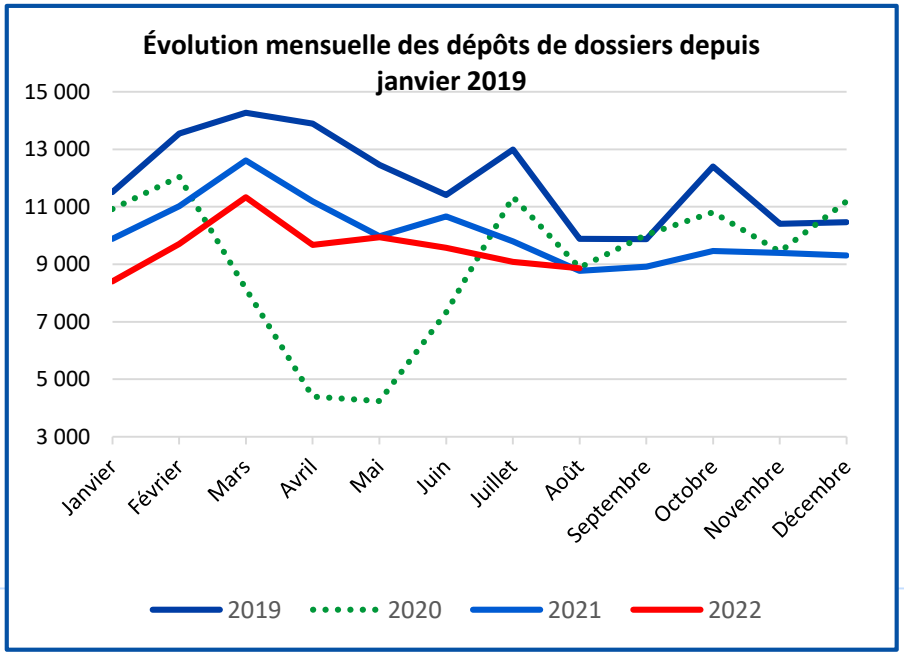
Sources : Insee, Banque de France (prévision 2022).

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE DOSSIERS DE SURENDETTEMENT

Le nombre de dossiers déposés a presque diminué de moitié entre 2014 et 2021 (-48%)



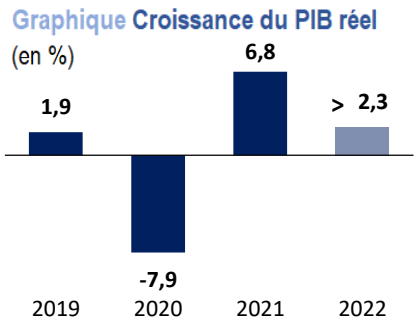


Cette tendance baissière se poursuit en 2022
(-9% sur les 8 premiers mois 2022 par rapport aux 8 premiers mois 2021)

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

POUR ÊTRE SURMONTÉ, LE CHOC DE LA GUERRE EN UKRAINE DOIT ÊTRE ÉQUITABLEMENT RÉPARTI

- « Prélèvement extérieur » : environ 2,5 % du PIB
- Choc Ukraine différent du choc Covid
  - Effet PIB moins brutal : ne justifie pas un nouveau « quoi qu'il en coûte »
  - Choc inflationniste et non déflationniste : pas de soutien de la politique monétaire
  - Choc plus durable : s'adapter au nouvel environnement



L'amortisseur public ne peut cette fois-ci jouer que partiellement

⇨ **un effort équitablement réparti**

Entreprises: leurs marges seraient affectées en 2022-2023 avant de retrouver un niveau proche du pré-Covid en 2024

Ménages: pouvoir d'achat affecté en 2022, se redresserait d'ici 2024
Aider les personnes (et notamment les plus touchées) plutôt que la consommation d'énergie

État: coût des premières mesures gouvernementales déjà proche de 50 milliards d'euros en 2022. **Viser des mesures ciblées et temporaires.**

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

UNE NORMALISATION MONÉTAIRE INDISPENSABLE ET PROGRESSIVE

L'inflation (et le pouvoir d'achat) est la première préoccupation aujourd'hui de nos concitoyens et des entreprises. Une inflation autour de 2% à moyen terme est aussi :

- **notre mandat**
- **notre engagement ferme**

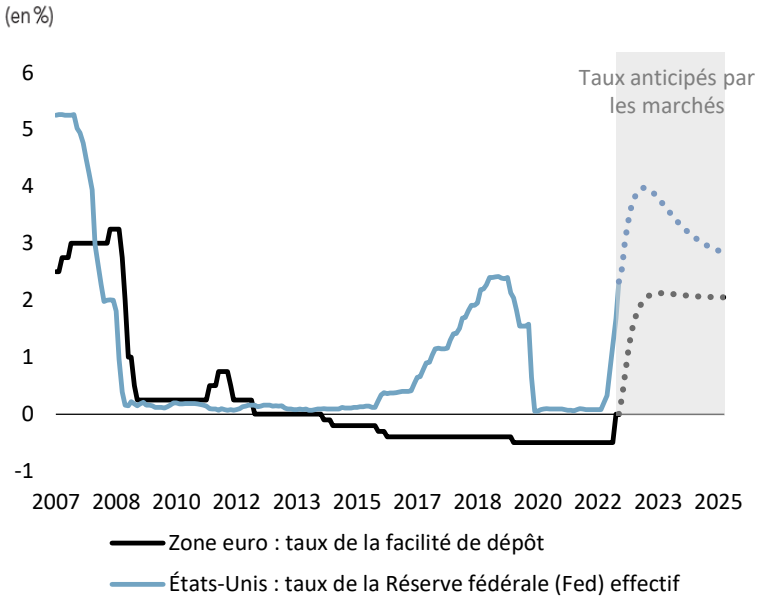
Inflation trop faible durant la dernière décennie ➡ Politique monétaire accommodante

La situation s'est aujourd'hui inversée ➡ **Normalisation monétaire**

Normalisation monétaire

- hausses de 50 pb en juillet (fin des taux négatifs); nouvelle hausse significative prévue en septembre
- aller d'abord vers le « taux neutre », actuellement estimé jusqu'à 2 %
- resserrement éventuel au-delà, si nécessaire pour remédier à l'inflation excessive
- création en juillet du nouvel « instrument de protection de la transmission » (≠ écarts de taux injustifiés, notamment sur l'Italie)

Graphique 10 Taux directeurs en zone euro et aux États-Unis



Dernier point au 31/08/2022

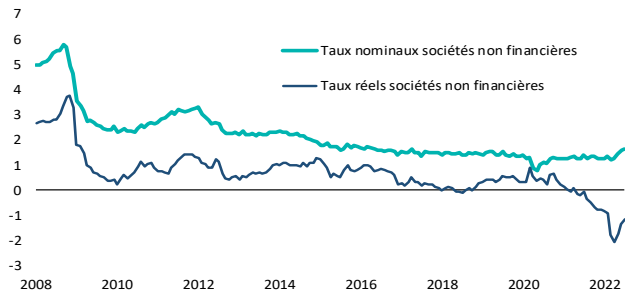
FINANCEMENT DES ENTREPRISES, DES MÉNAGES ET DE L'ÉTAT

Crédits bancaires aux entreprises et crédits immobiliers des ménages

- Taux **nominaux** historiquement bas, malgré une légère augmentation depuis fin 2021.
- Taux **réels** (après déduction des anticipations d'inflation) négatifs depuis 2021, restent favorables à l'activité économique.

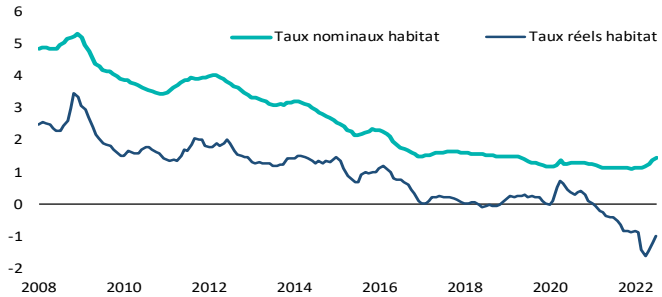
Taux des crédits aux entreprises

a) Taux SNF



Taux des crédits immobiliers

b) Taux Habitat



État : taux des obligations souveraines françaises

Graphique 12 Taux des obligations souveraines de l'État français
(en % annualisé)

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

POUR RÉDUIRE L'INFLATION ET ACCROÎTRE LA CROISSANCE, MUSCLER NOTRE CAPACITE PRODUCTIVE

Politiques monétaires et budgétaires de soutien à la demande :
adaptées au choc Covid, moins pertinentes face au choc Ukraine

Politiques de l'offre, pour « muscler » notre capacité productive dans la durée

→ Elles contribueraient à **réduire l'inflation**

→ Elles **renforceraient la croissance potentielle** (« vitesse de croisière » de l'économie française) d'environ **un demi-point : l'augmenter d'environ 1,25 % aujourd'hui jusqu'à 1,5 % – 2 %**, **si** nous réussissons trois grandes transformations

Transformation écologique et énergétique

Transformation numérique

1/3 de la croissance potentielle supplémentaire

Augmentation de l'offre de travail et des compétences

2/3 de la croissance potentielle supplémentaire

Nous pourrions alors viser de concilier le plein-emploi à 5 ou 10 ans, le soutien au pouvoir d'achat durablement financé, et la réduction de la dette publique

UN DÉFI SPÉCIFIQUE À LA FRANCE : L'OFFRE DE TRAVAIL, ET SA QUALIFICATION

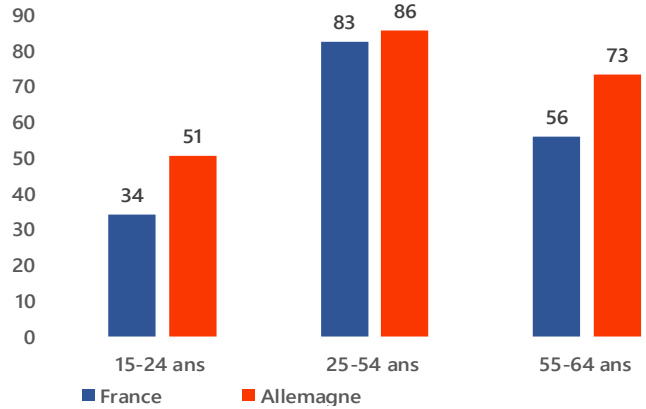
2,9 millions
demandeurs d'emplois

VS.

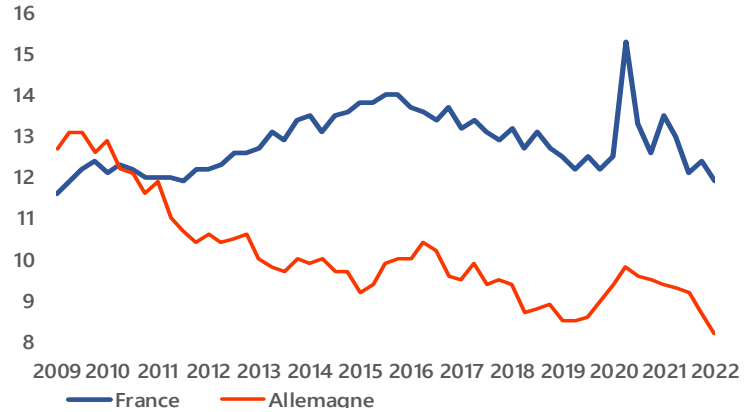
350 000 emplois non pourvus

57 % des entreprises éprouvent des difficultés de recrutement

Graphique 17 Taux d'emploi par classe d'âge en France et en Allemagne
(en %)



Graphique 18 Part des jeunes entre 15 et 29 ans ni en études, ni en emploi, ni en formation, en France et en Allemagne
(en %)



Quelques leviers possibles, relevant naturellement du débat démocratique :

- **Pour tous** Formation professionnelle (optimisation CPF) ; ajustement de l'assurance-chômage ?
- **Pour les jeunes** Apprentissage et éducation
- **Pour les seniors** Réforme des retraites, si (i) juste (ii) engagement des entreprises envers leurs seniors ?

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME