

COMMENT RÉDUIRE L'INFLATION ?

L'édition 2022 de la *Lettre au Président de la République* est naturellement consacrée à l'inflation, devenue la première préoccupation des Français, et au cœur de la mission de stabilité des prix de la Banque centrale.

Il ne peut s'agir aujourd'hui de gérer **le retour** de l'inflation, il faut le combattre. Ceci ne relève pas de mesures budgétaires – qui doivent rester ciblées et temporaires, rien ne justifie un nouveau quoi qu'il en coûte : le retour à une inflation à 2 % passe par la normalisation monétaire, et dans la durée par des transformations qui « musclent » notre capacité productive.

1

Le retour de l'inflation

Après une décennie d'anémie, la hausse des prix a fortement accéléré depuis un an, pour atteindre + 6,5 % en France à fin juin. Ce niveau trop élevé reste néanmoins le plus bas de la zone euro (+ 8,6 %) après Malte. L'inflation sous-jacente, hors prix de l'énergie et de l'alimentation, a nettement augmenté depuis 2021, atteignant + 3,3 % en France et + 3,7 % en zone euro.

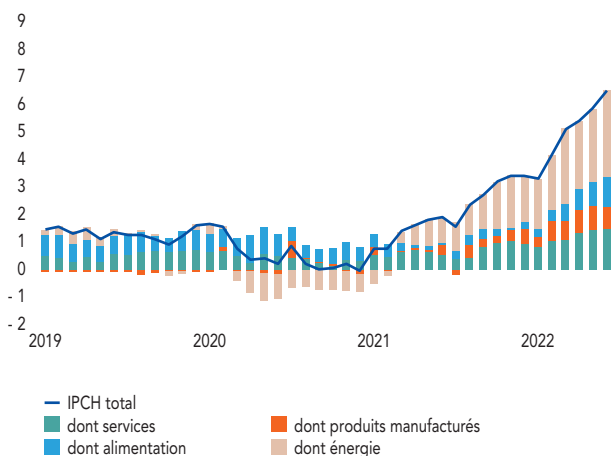
1.1 Une inflation largement importée, mais qui s'internalise et s'élargit

À l'origine, l'accélération de l'inflation s'explique essentiellement par des chocs d'offre externes sur les prix de l'énergie et des matières premières (reprise après le choc Covid, amplifiée par un emballement de la demande aux États-Unis en lien avec des mesures de relance budgétaire surdimensionnées ; guerre russe en Ukraine depuis fin février ; rétablissement de mesures de confinement dans certaines régions de Chine).

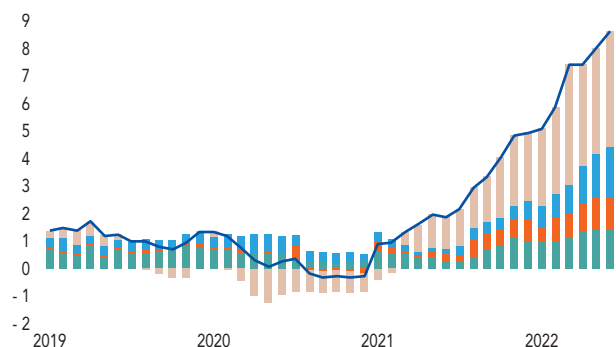
Graphique 1 Inflation et composantes

(en %, en glissement annuel)

a) En France



b) En Europe

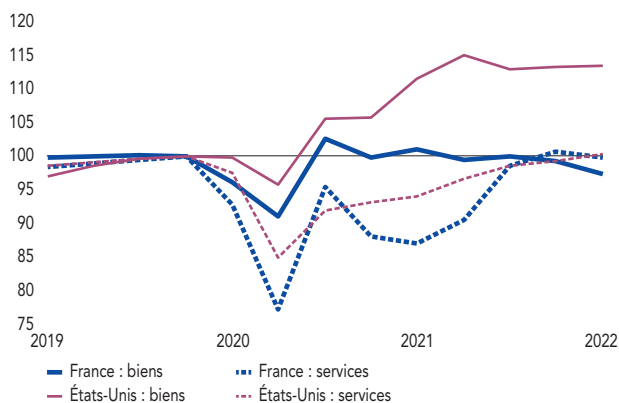


Notes : Dernières données à juin 2022.
IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.
Sources : Eurostat, calculs Banque de France.

La zone euro n'était pas en situation de surchauffe de la demande ; en France par exemple, la consommation de biens et services a seulement retrouvé son niveau d'avant-crise Covid. Néanmoins, les marchés de biens étant mondiaux, les tensions sur les prix l'ont également touchée. Économiquement, cette inflation importée a un effet analogue à un prélèvement, estimé à 32 milliards d'euros pour la France entre le deuxième trimestre 2021 et le premier trimestre 2022, soit 1,3 % du PIB.

Graphique 2 Consommation de biens et services en France et aux États-Unis

(base 100 = T4 2019)

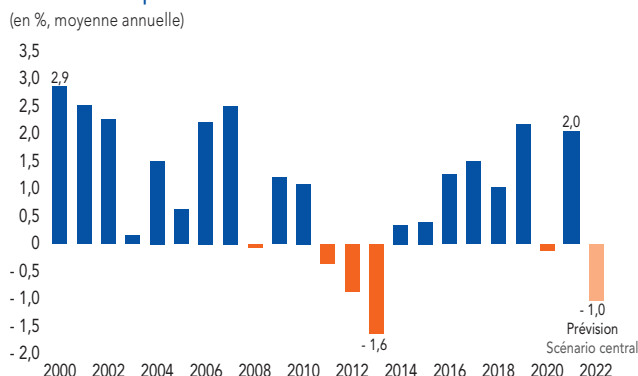


Sources : OCDE (dernières données à T1 2022).

La hausse des prix a en outre changé de nature : elle garde certes une forte composante importée, mais elle s'est élargie depuis quelques mois à de nombreux biens et services – ces derniers étant pourtant peu directement affectés par l'inflation importée. L'inflation sous-jacente atteint ainsi 3,3 % en France en juin (et 3,7 % dans la zone euro), nettement au-delà de notre objectif de 2 %.

1.2 Les conséquences sur le pouvoir d'achat et les salaires

Graphique 4 Évolution du pouvoir d'achat par habitant en France



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

Évolution cumulée du pouvoir d'achat par habitant en France

(en %)

	2000-2021	2000-2015	2015-2021
Variation	+ 22	+ 13	+ 8

Sources : Insee, calculs Banque de France.

L'inflation se répercute très concrètement sur le pouvoir d'achat des ménages, dont la variation résulte de l'évolution comparée des revenus et des prix. Le Smic, qui est indexé sur l'inflation, a augmenté de 5,9 % en un an. Cela contribue à la relance des négociations salariales – qui doivent rester décentralisées, au plus près de la réalité économique du terrain –, avec une croissance du salaire moyen par tête d'environ 5 % en 2022 selon nos prévisions. Combinées aux mesures de soutien public, elles devraient limiter le recul du pouvoir d'achat par habitant à environ 1 % en moyenne cette année, ressenti plus fortement encore par les Français.

La perte moyenne de pouvoir d'achat prévue en 2022 masque des disparités dans l'inflation effectivement supportée par les ménages, avec un impact plus fort en zone rurale que dans les grandes villes. Ceci s'explique essentiellement en raison de la part de l'énergie (chauffage, transport, etc.) dans les structures de consommation.

Avant même la loi sur le pouvoir d'achat, le gouvernement a déjà mis en place des mesures pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie, pour un coût total de 29 milliards d'euros soit 1,1 % du PIB. Celles-ci doivent demeurer autant que possible temporaires et ciblées. Dans la durée, la solution efficace à l'inflation n'est pas budgétaire, elle est monétaire.

Par ailleurs, le « choc Ukraine » est beaucoup moins significatif que le choc Covid sur l'activité : le PIB avait reculé de 8 % en 2020, il devrait croître de 2,3 % cette année. Il ne justifie donc nullement un nouveau « quoi qu'il en coûte », et appelle un effort équitablement réparti avec les entreprises et les ménages. C'est la condition de l'efficacité pour que chacun des grands acteurs puisse sortir suffisamment solide de ce choc.

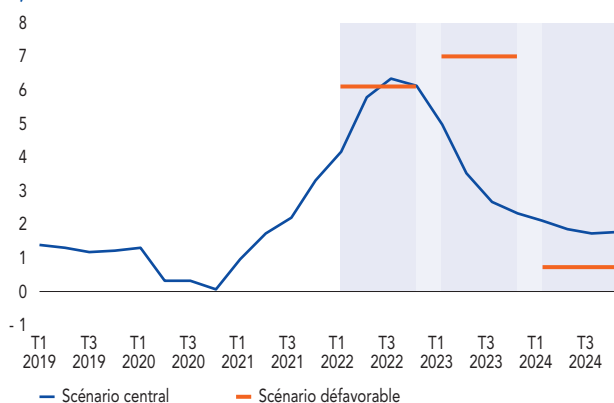
Des anticipations bien « ancrées », c'est-à-dire stables et proches de la cible d'inflation, sont un facteur essentiel de la stabilité des prix. Les anticipations d'inflation sont élevées à horizon un an, mais davantage ancrées autour de 2 % à l'horizon plus significatif du moyen terme (trois à cinq ans). Elles sont ainsi en relative cohérence avec nos prévisions : l'inflation resterait élevée jusqu'à début 2023 mais ensuite, dans notre scénario central, la disparition progressive de la composante énergie et l'effet de la normalisation monétaire devraient entraîner une réduction sensible de l'inflation annuelle. En zone euro comme en France, l'inflation reviendrait ainsi autour de 2 % en 2024, qui est la « température d'équilibre » et la cible d'inflation de l'Eurosystème.

Ce n'est pas seulement une prévision, c'est notre engagement ferme à moyen terme.

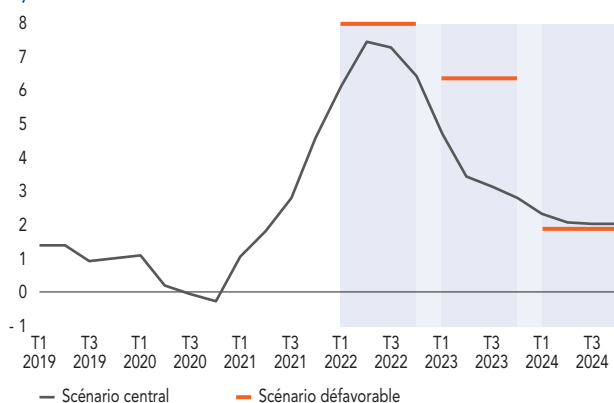
Graphique 8 Projection d'inflation à l'horizon 2024

(en %)

a) En France



b) En zone euro



Note : Pour le scénario défavorable, prévisions annuelles.

Sources : Eurostat, projections BCE et Banque de France de juin 2022.

Face à l'inflation, la nécessaire normalisation de la politique monétaire

2.1 Une normalisation monétaire indispensable

L'Eurosystème avait pris des mesures de politique monétaire non conventionnelles pour réagir à l'inflation trop basse de 2014 à 2021 (qui était même tombée à 0,5 % en France en 2020 du fait de la crise Covid), et au risque de spirale déflationniste. Depuis, la situation s'est inversée et justifie une normalisation de la politique monétaire.

Cette normalisation conduit au retrait des mesures non conventionnelles :

- Arrêt des achats nets d'actifs (depuis mars s'agissant du programme d'urgence face à la pandémie, et depuis le 1^{er} juillet s'agissant du programme d'achats d'actifs) ;
- Relèvement des taux directeurs pour sortir des taux négatifs d'ici septembre. Une première hausse de 25 points de base est prévue lors du Conseil des gouverneurs du 21 juillet 2022 et une seconde, potentiellement supérieure, aura lieu en septembre.

Dans un contexte incertain, cette normalisation – qui est encore loin d'un resserrement – est guidée notamment par un principe d'« *optionalité* ». Les mesures de politique monétaire seront calibrées pragmatiquement en fonction des données et des prévisions les plus à jour. La BCE garde les mains libres, tout en évitant de surprendre les acteurs économiques et les marchés. En outre, la *flexibilité* des instruments utilisés assurera une transmission homogène de la politique monétaire à travers la zone euro afin de limiter les risques de fragmentation injustifiée. Lors de sa réunion exceptionnelle du 15 juin, au vu des écarts accrus entre taux souverains de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a décidé de faire preuve de cette flexibilité dans le réinvestissement des titres du PEPP arrivant à maturité, et d'accélérer son travail sur un nouvel outil en cours de conception. L'Eurosystème a toujours su éviter dans son action passée les risques de fragmentation au moyen d'outils adaptés, notamment en 2012 lors de la crise de la dette souveraine et en 2020 lors de la crise Covid.

Au cours des trimestres ultérieurs, un relèvement ordonné devrait permettre d'atteindre le « taux neutre », niveau d'équilibre théorique actuellement estimé entre 1 % et 2 % dans la zone euro. Lorsque ces taux nominaux se rapprocheront du taux neutre, il faudra alors évaluer si ce niveau semble compatible avec des perspectives d'inflation stabilisées à 2 % à moyen terme, ou s'il faudra dépasser la zone de taux neutre et entamer un processus de resserrement. La BCE suit la même direction que la Fed ou la Banque d'Angleterre : mais la situation européenne ne l'obligera pas nécessairement à aller aussi vite ou aussi loin.

2.2 Des conditions de financement qui reviennent vers la normale

Pour les particuliers et les entreprises

Les taux nominaux et réels des crédits bancaires sont historiquement bas depuis 2021, même si les taux nominaux ont amorcé une hausse très progressive depuis décembre. Pour autant, les conditions de financement restent très favorables à l'activité économique.

Les conséquences pour la soutenabilité de la dette publique

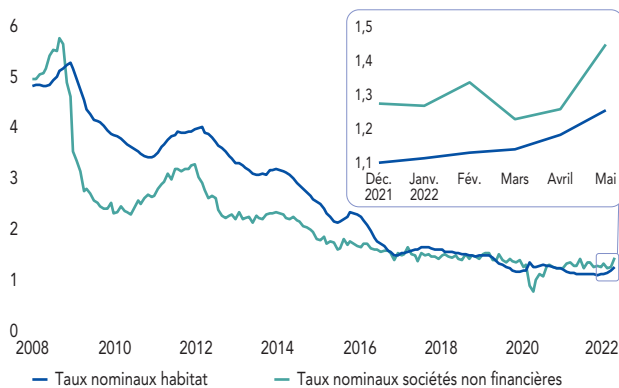
L'État est l'agent économique qui se finance et se refinance le plus massivement – et le plus fréquemment – sur les marchés, qui répercutent rapidement les hausses de taux directeurs effectives et anticipées. Clairement, l'ère des taux d'intérêt négatifs ou nuls est révolue ; nous devons sortir de l'illusion d'une dette publique française sans coût et sans limites.

Celle-ci a atteint en 2021 un ratio historiquement haut à 113 % du PIB, et resterait au mieux, selon nos projections, quasi-stable autour de 110 % à horizon 2032, à politique budgétaire inchangée. La France doit donc se fixer une stratégie de désendettement ambitieuse et crédible. Un retour à moins de 100 % du PIB d'ici 10 ans est possible en ramenant l'augmentation des dépenses en volume à 0,5 % par an, contre 1 % actuellement. Cela passera en particulier par une meilleure efficacité de nos dépenses publiques, même si ces choix relèvent naturellement du débat démocratique et de choix politiques.

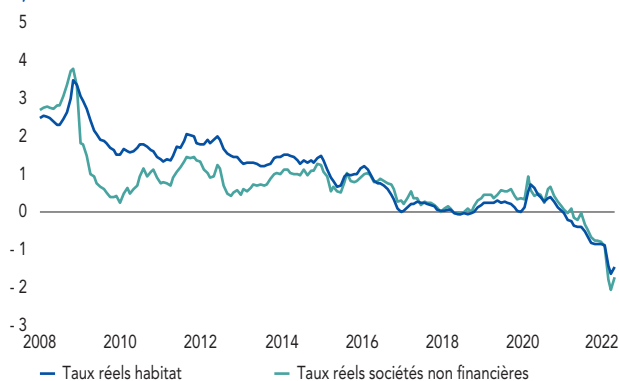
Graphique 11 Taux des crédits à l'habitat des ménages et aux sociétés non financières en zone euro

(en %)

a) Taux nominaux



b) Taux réels



Note : Les taux réels sont calculés en retranchant des taux nominaux les anticipations d'inflation à 5 ans, s'agissant des crédits aux sociétés non financières, ou les anticipations d'inflation à 10 ans, s'agissant des crédits à l'habitat des ménages. Ces anticipations sont mesurées par les swaps d'inflation sur les marchés.

Sources : BCE, Eurostat, calculs Banque de France (dernières données à mai 2022).

Promouvoir des transformations qui « musclent » notre capacité productive dans la durée

Les politiques de demande (budgétaire et monétaire) sont aujourd'hui moins pertinentes, et n'ont plus le même espace de manœuvre. Elles doivent passer le relais à des politiques de l'offre pour « muscler » notre capacité productive. Ces politiques contribueront à maîtriser l'inflation en réduisant notre vulnérabilité à des chocs externes, et renforceront la croissance potentielle. En les mettant en œuvre dans la durée, la France pourrait ambitionner la solution durable à ses défis (dette, chômage, pouvoir d'achat).

Elles s'inscrivent dans deux « grandes transformations » européennes qui doivent pouvoir mobiliser des financements publics et surtout privés :

- écologique et énergétique
- numérique

L'offre de travail et sa qualification constituent un troisième axe plus spécifiquement français, pour résoudre un paradoxe : 55 % des entreprises affrontent désormais des difficultés de recrutement, et plus de 350 000 emplois restent non pourvus, alors même que l'on compte encore 2,9 millions de demandeurs d'emploi. Mettre fin à cette difficulté française constitue une priorité absolue, sociale et économique.

Cela passera par la formation professionnelle, et pour les plus jeunes par la prolongation du succès de l'apprentissage et le renforcement des compétences fondamentales dans l'éducation. Enfin, avoir davantage de seniors au travail pose la question d'une réforme des retraites juste, et d'un réel engagement des employeurs.

Dans un contexte économique difficile, lié à la guerre russe en Ukraine, la Banque de France agit auprès des Français, et d'abord de ceux qui en ont le plus besoin. Elle accompagne les familles en situation de surendettement, elle veille à l'inclusion bancaire et financière des plus défavorisés, elle est aux côtés des PME et TPE dans ses 105 succursales sur l'ensemble des territoires.

Elle a aussi et surtout un engagement envers tous : assurer avec la Banque centrale européenne la stabilité des prix, en ramenant l'inflation aujourd'hui trop élevée vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Cette Lettre dit une première conviction : nous devons réduire l'inflation, et nous allons y parvenir.

D'abord par une normalisation monétaire désormais entamée, et qui sera poursuivie de manière résolue mais ordonnée. Devrait s'y ajouter une mobilisation collective, française et européenne, pour limiter notre dépendance énergétique en même temps qu'accélérer la transition écologique. Dans la durée enfin, des politiques pour « muscler » notre capacité productive doivent contribuer à réduire l'inflation et à améliorer notre croissance pour qu'elle soit à la fois plus forte, plus verte et plus juste. La France garde de grands atouts, et cela fonde une deuxième conviction : notre pays peut réussir, s'il se mobilise de façon lucide et équitable, à surmonter le coût de ce choc et au-delà à construire plus solidement des progrès économiques et sociaux durables.

La Banque de France se doit plus que jamais d'écouter, et d'expliquer. Elle a initié depuis l'an dernier les événements d'échanges « La Banque de France à votre écoute » et les *Rencontres nationales annuelles de la politique monétaire*. Forte de son indépendance et de son expertise technique, elle est dans ces défis exigeants au service de tous, élus de la Nation et citoyens.