



Université d'Artois

Mercredi 12 octobre 2022

**Situation macroéconomique, orientation de la politique monétaire
et impact sur le secteur financier**

Discours de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Chers étudiants, Mesdames et Messieurs, je me réjouis d'être ici avec vous aujourd'hui pour parler de l'évolution de la situation macroéconomique et financière et de la conduite des politiques que nous menons à la Banque de France pour assurer nos missions de stabilité monétaire et financière.

L'impact économique et financier de la guerre en Ukraine a en effet profondément modifié les perspectives de sortie de la crise Covid telles que l'on pouvait les appréhender en début d'année pour les pays de la zone euro, et la France en particulier, et soumis notre système économique et financier à de nouveaux chocs importants.

Après avoir présenté la situation et les perspectives macroéconomiques telles que nous les analysons aujourd'hui à la Banque de France, je vous dirai quelles conséquences nous en tirons pour la conduite de la politique monétaire et pour la stabilité financière.

1 Situation macroéconomique de la zone euro

S'agissant de la situation macroéconomique de la zone euro, la dégradation des perspectives économiques tout au long de l'année trouve son origine notamment dans la guerre en Ukraine et le confinement en Chine qui ont alimenté un choc de « slow-flation ». Ce choc menace désormais de se transformer en choc « stagflationniste ». Les données les plus récentes font état en effet d'un ralentissement significatif de la croissance économique dans la zone euro. Plusieurs facteurs expliquent cela.

Le choc négatif sur les termes de l'échange résultant des prix très élevés de l'énergie, qui affecte le revenu réel des ménages et des entreprises. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre en terme d'approvisionnement et de recrutement, même s'ils s'atténuent, continuent de contraindre l'activité économique. L'environnement géopolitique néfaste enfin, avec en particulier la guerre injustifiable menée par la Russie en Ukraine qui pèse sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs.

En conséquence, les projections relatives à la croissance économique ont été nettement révisées à la baisse pour le reste de l'année 2022 et pour toute l'année 2023 [slide 2]. Dans les projections de septembre de la BCE, le scénario de référence table désormais sur une croissance de 3,1 % en 2022, de 0,9 % en 2023 et de 1,9 % en 2024.

L'amélioration attendue dans les pays de la zone euro repose sur l'hypothèse selon laquelle les ruptures d'approvisionnement en gaz cesseraient d'être une contrainte importante pour l'activité à mesure que les températures augmenteraient et que d'autres sources d'approvisionnement seraient progressivement mises en place. La croissance du PIB réel devrait se redresser dans le courant de l'année 2023, sous l'effet de plusieurs facteurs : la diminution des pressions inflationnistes, qui devrait réduire la pression à la baisse sur le revenu disponible réel ; les goulets d'étranglement devraient disparaître, la demande extérieure se redresser et la compétitivité des prix à l'exportation s'améliorer par rapport aux principaux partenaires commerciaux tels que les États-Unis.

Dans ce contexte, s'agissant de l'économie française, l'activité serait marquée par un cycle en trois « R » : Résilience-Ralentissement-Reprise. [slide 3]

L'analyse de fond de la Banque de France sur le cycle de l'économie française [*qui est présentée de manière détaillée dans nos projections macroéconomiques publiées tous les trimestres*] peut en effet se résumer en trois temps, autour de trois « R » :

- **Résilience** tout d'abord en 2022, car l'économie française résiste mieux que prévu aux chocs récents : nous avons même révisé légèrement à la hausse nos prévisions pour cette année, qui s'élèvent désormais à +2,6% (contre +2,3% en juin).
- **Ralentissement** à partir de l'hiver. Le scénario de référence de la Banque de France est une croissance du PIB de +0,5% en 2023. Néanmoins, compte tenu de l'ampleur des incertitudes entourant les approvisionnements en gaz et leur prix, nous avons décidé de présenter une fourchette de prévision pour 2023 entre +0,8%et -0,5%. Une récession ne peut donc pas être exclue, mais si celle-ci devait avoir lieu, elle serait d'ampleur limitée et temporaire.

- **Reprise** économique à l'horizon 2024. Dans un contexte de détente graduelle des tensions sur les marchés de l'énergie, l'économie française renouerait avec une croissance plus soutenue.

J'en viens à présent à notre évaluation concernant les évolutions récentes de l'inflation.

[slide 4]

Dans la zone euro, la hausse des prix à la consommation s'est accentuée ces derniers mois, atteignant 10 % en septembre selon les résultats provisoires de l'indice des prix à la consommation harmonisé. En France, l'inflation s'est établie à 6,2 %, le niveau le plus bas de la zone euro, grâce en particulier au bouclier tarifaire, mais elle demeure nettement supérieure à la cible d'inflation de l'Eurosystème.

Nous estimons à la Banque de France, comme nos collègues des autres banques centrales de l'Eurosystème, que la forte accélération actuelle de l'inflation trouve fondamentalement son origine non pas dans l'excès de liquidité, mais dans les goulets d'étranglement qui résultent du rebond plus rapide que prévu de l'activité à l'issue de la pandémie ainsi que dans la forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, largement exacerbée par la guerre en Ukraine.

L'inflation que l'on observe en ce moment est essentiellement importée et résulte en grande partie – pour les deux tiers environ pour la zone euro – des prix de l'énergie et de l'alimentation. La forte hausse récente des prix internationaux du gaz a conduit la BCE à prévoir un pic d'inflation d'ici la fin 2022, début 2023.

Toutefois, l'inflation en zone euro commence également à revêtir un caractère plus « interne » et « généralisé », avec une hausse de l'ensemble des autres composantes de l'inflation : d'après les résultats provisoires de septembre, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et l'alimentation) s'élève désormais à 4,8 % en zone euro (et à 3,7 % en France), et la hausse des prix se propage aux biens et aux services – qui représentent l'autre moitié de l'inflation totale.

C'est cette inflation plus « interne » dont les banques centrales sont responsables, et qu'elles ne doivent pas laisser échapper à tout contrôle ni persister. Il s'agit là de l'objectif et de l'engagement critiques qui sous-tendent les mesures prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Par conséquent, sa volonté et sa capacité à ramener l'inflation en zone euro à 2 % au cours des deux ou trois prochaines années ne devraient pas susciter le moindre doute, quel qu'il soit.

2 Conséquences pour la politique monétaire

Quelles sont alors les implications de la situation actuelle pour la politique monétaire en zone euro ? [slide 5]

Le changement fondamental du risque pour la stabilité des prix auquel nous sommes confrontés, qui n'est plus celui d'une inflation « trop faible trop longtemps » mais « trop élevée trop longtemps », implique clairement une normalisation de la politique monétaire, ce qui signifie démanteler les mesures adoptées pour lutter contre le risque de déflation et adopter rapidement une orientation au moins neutre.

Pour ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, cela s'est traduit par un retour rapide en territoire positif, vers ce que l'on appelle le « taux neutre ».

Pour rappel, le taux neutre désigne le niveau d'équilibre *théorique* auquel il n'y a ni nouvelle accélération ni ralentissement monétaires de l'inflation. Il s'agit donc d'une variable non observable et son estimation est entourée d'incertitude.

A la Banque de France, nous estimons que le taux neutre se situe à un niveau inférieur ou proche de 2 % en termes nominaux dans la zone euro.

Concernant la vitesse à laquelle ce mouvement vers le taux neutre doit se produire, je rappellerai les termes employés par François Villeroy de Galhau dans une récente communication publique sur la politique monétaire : « tant qu'il s'agit de lever le pied de l'accélérateur, il est certain que nous devons agir, de manière déterminée mais ordonnée, et nous devrions atteindre notre objectif d'ici la fin de l'année. »

Sur ce point, j'ajouterais seulement que, dans le contexte actuel, il est particulièrement important d'être agile et de se tenir prêt à adapter le rythme de la normalisation à l'évolution de la situation.

Une deuxième question importante concernant la normalisation en cours de la politique monétaire dans la zone euro concerne la destination du voyage, c'est-à-dire les taux d'intérêt en fin de période (*terminal interest rates*). Sur ce point, je voudrais apporter une réponse typique d'économiste, je le crains : cela dépend !

En effet, il est important de garder à l'esprit que c'est uniquement au-delà du taux neutre que le durcissement débutera véritablement. À mon sens, le Conseil des gouverneurs de la BCE devra alors discuter et décider, sur la base de son évaluation de l'inflation observée et des perspectives d'inflation, en se concentrant en particulier sur sa composante sous-jacente et sur les évolutions des salaires.

Dans le contexte que je viens de décrire, un rôle important pour la politique monétaire est de veiller à ce que les anticipations d'inflation restent ancrées, en particulier lorsque l'inflation est

élevée. Jusqu'à présent, les anticipations d'inflation demeurent relativement bien ancrées dans la zone euro. En particulier, il n'y a pas de signe qu'une éventuelle boucle prix-salaires est à l'œuvre. Cet impératif d'ancrage des anticipations d'inflation contribue à expliquer pourquoi la BCE a relevé les taux d'intérêt directeurs de 125 points de base au total lors des deux dernières réunions de politique monétaire. Comme indiqué par Christine Lagarde, le rythme approprié des futurs relèvements de taux sera décidé réunion par réunion. En effet, comme elle l'a souligné à plusieurs reprises, la décision restera déterminée par les données dans l'ensemble des scénarios.

L'inflation devrait ralentir pour revenir à 2 %, à mesure que ses moteurs actuels s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire produira ses effets sur l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix. **Quand cela se produira-t-il ? Sera-t-il nécessaire pour l'Eurosystème de resserrer sa politique monétaire de manière significative ?**

Pour apporter des éléments de réponse à cette question difficile, je tiens à souligner premièrement que les services de la BCE ont significativement révisé à la hausse leurs projections d'inflation en septembre, l'augmentation des prix devant désormais s'établir, en moyenne, à 8,1 % en 2022, 5,5 % en 2023, mais elle devrait revenir à 2,3 % en 2024. Deuxièmement, les intervenants de marché ne prévoient pas pour l'instant de fort resserrement des taux directeurs de la BCE, les anticipations centrales concernant le taux d'intérêt en fin de période étant légèrement inférieures à 3 %. [\[slide 6\]](#)

3 J'aimerais maintenant aborder avec vous les conséquences du changement d'environnement économique et monétaire sur la stabilité financière

L'impact immédiat de la guerre en Ukraine sur la stabilité financière a certes été correctement absorbé jusqu'à présent car les expositions directes des acteurs financiers français à la Russie étaient faibles. Toutefois, les risques pour les intermédiaires financiers, et donc la stabilité financière, peuvent se matérialiser par des effets de second tour et via des canaux indirects à partir de vulnérabilités pré-existantes, notamment celles associées aux secteurs les plus dépendants des matières premières énergétiques, et au développement des financements par effet de levier.

D'où l'attention forte que nous prêtons à la hausse des prix, à la volatilité sur les marchés de matières premières et à l'augmentation considérable des appels de marge sur les produits dérivés, en particulier pour l'énergie et les produits agricoles [\[slide 7\]](#). Celles-ci ont déjà entraîné **des tensions sur la liquidité des intervenants sur les marchés de matières premières. Un suivi très vigilant des risques de crédit et de liquidité dans le secteur des matières**

premières énergétiques est donc requis, notamment pour s'assurer que tout éventuel défaut (par exemple d'un négociant) demeure circonscrit et n'entraîne pas de contagion systémique.

Au-delà des marchés de dérivés d'énergie, les marchés financiers en général sont aussi soumis à une très forte volatilité depuis le début de l'année, avec des corrections importantes sur les principaux indices actions et obligataires et sont donc également un point d'attention fort. Les valorisations sont aujourd'hui plus modérées par rapport au début de l'année, mais le risque d'une correction supplémentaire et surtout désordonnée ne peut être exclu. Comme l'ont illustré des épisodes récents de stress de marché, la matérialisation d'un tel choc pourrait mettre à jour des vulnérabilités chez d'importants acteurs financiers non-bancaires soumis à un risque de liquidité, et le cas échéant, amplifier les mouvements de correction sur les marchés financiers. [\[slide 8\]](#)

Le troisième grand point d'attention pour l'évaluation de la stabilité financière est l'évolution de la soutenabilité de l'endettement des agents non financiers, ménages, entreprises et État, dans le contexte macroéconomique que j'ai décrit et le changement de régime engagé en matière d'environnement de taux d'intérêt. [\[slide 9\]](#)

En France, au premier rang des acteurs de l'économie réelle figurent les ménages. Le risque de défaut sur les crédits immobiliers - qui composent plus de 80 % de l'endettement des ménages - est orienté à la hausse, mais reste modéré compte-tenu des caractéristiques de ces emprunts. D'une part, les pouvoirs publics ont mis en place des mesures de soutien envers les ménages les plus affectés par l'inflation. D'autre part, alors qu'elles ont pu être contestées au moment de leur mise en place, les normes édictées par le Haut Conseil de la Stabilité Financière, qui visent à assurer des niveaux d'endettement soutenables, trouvent aujourd'hui tout leur sens : elles protègent les ménages contre un surendettement associé à l'accès à la propriété et assurent de cantonner ces dépenses à une proportion raisonnable de leurs revenus. Enfin, il convient de rappeler que de façon structurelle les ménages en France s'endettent à taux fixe, à la différence des pratiques en vigueur dans certains pays européens, et sont protégés contre une remontée des taux d'intérêt, ce qui favorise également leur résilience. En outre, à ce stade, les taux d'emprunt immobilier n'ont que modérément augmenté.

Les sociétés non financières pour leur part ont abordé le retournement de conjoncture dans une bonne situation : fin 2021 on observait une amélioration du chiffre d'affaires et du résultat net par rapport à 2019 dans la plupart des secteurs. En 2022, l'activité résiste jusqu'à présent, mais leur trésorerie commence à s'éroder, ainsi que leurs marges, sous l'effet de la hausse des prix des approvisionnements, dans la mesure où la capacité à transmettre la hausse des coûts aux prix de vente peut être limitée. Ensuite, la révision à la baisse des perspectives de croissance en France, et à l'étranger est de nature à réduire leurs débouchés, et donc leur niveau d'activité. Enfin, la hausse des taux renchérit le coût de leur financement. Comme une grande majorité de

l'endettement des sociétés non financières est à taux fixe et sur des maturités longues, l'augmentation ne sera cependant que graduelle, lors des renouvellements de dettes. Malgré tout, les taux moyens pour les sociétés non financières sont désormais plus élevés que leur moyenne sur les dix dernières années. Tout cela concourt à ce que le risque de crédit, qui pèse sur les dettes des entreprises, augmente progressivement.

Enfin, il est important de noter que les circonstances actuelles ont une incidence négative sur les finances publiques et le marché de la dette publique. Les mesures contra-cycliques de soutien à l'économie, rendues nécessaire par la situation, creusent le déficit public encore plus, au moment même où la hausse des taux commence à augmenter les charges d'intérêts payées par l'État.

L'ensemble de ces vulnérabilités atteint aujourd'hui un niveau élevé, qui requiert toute notre attention. Ce constat est partagé par nos pairs en zone euro, et a amené le Conseil européen du risque systémique à émettre une « alerte » au mois de septembre, invitant l'ensemble des instances de supervision et de régulation à travailler en étroite collaboration, afin de prévenir la survenance d'une potentielle crise.

Pour faire un bon diagnostic sur la stabilité financière, il est néanmoins essentiel de mettre en regard des vulnérabilités susceptibles de se matérialiser sous l'effet de chocs, la capacité de résilience, d'absorption du système financier. Or la résilience dont le système financier français a su faire preuve, à travers les différentes crises qui se succèdent depuis maintenant plus de deux ans, doit être soulignée et est donc un atout important pour la stabilité de notre système financier. [\[slide 10\]](#)

Les banques françaises entrent en effet dans ce nouveau cycle financier avec une situation financière et prudentielle solide. Leurs ratios de solvabilité sont proches des plus hauts historiques à 14,8 % pour les principales banques françaises et les résultats du premier semestre 2022 se sont inscrits en hausse après une année 2021 déjà excellente. Par ailleurs, en termes de perspective de profitabilité, les banques devraient bénéficier de la hausse des taux, au moins à moyen terme. L'analyse de la structure de leur bilan montre en effet qu'elles reçoivent plus de revenus qu'elles n'en versent, tant sur les produits à taux fixe que sur les produits à taux variables, car elles disposent de ressources non rémunérées à leur passif, nos dépôts. Cette situation est de nature à augmenter leur marge d'intérêts dans un contexte de hausse de taux ordonnée. Même avec des hypothèses défavorables, telles qu'une forte baisse des volumes de crédit ou une hausse accélérée de la charge de rémunération des dépôts, cette marge resterait orientée à la hausse à moyen terme. Il n'en reste pas moins qu'elles sont exposées à une potentielle hausse des défauts sur les crédits accordés aux particuliers et aux entreprises, en raison de l'augmentation du coût de refinancement et du ralentissement de la croissance. Notons que ce

risque ne s'est pas matérialisé pour le moment, le taux de défaut des entreprises non financières françaises restant inférieur de 30% à son niveau de 2019.

Le secteur des assurances est lui aussi résilient dans son ensemble avec des enjeux différents entre les assureurs vie et les assureurs non-vie.

Les assureurs vie pourraient bénéficier de la hausse des taux sur le moyen terme, si celle-ci était progressive, et s'il n'y a pas d'arbitrages massifs des fonds en euros vers d'autres supports de placement, pouvant présenter d'emblée des rendements plus attractifs. L'impact en termes d'amélioration du rendement de l'actif sera toutefois très progressif, les actifs rémunérés à taux bas voire négatifs n'arrivant à maturité que progressivement et étant au fur et à mesure remplacés par des investissements mieux rémunérés. Cela peut en outre varier en fonction du profil de risque de chaque établissement et de la durée respective de ses actifs et passifs.

Les assureurs non-vie sont, quant à eux, exposés à l'inflation car elle renchérit le coût des sinistres : les indemnités coûtent tout simplement plus chères que ce qui était envisagé au moment de la mise en place du contrat d'assurance et du calcul des primes d'assurance. Traditionnellement, cela est particulièrement marqué pour les risques longs, où les paiements peuvent être effectués plusieurs années après l'encaissement des primes. Néanmoins, lorsque l'inflation à court terme est également très élevée, c'est l'ensemble de l'activité qui peut potentiellement être affectée.

Dans le contexte actuel, cette capacité d'absorption des chocs est un atout qui doit être maintenu et entretenu. La prudence s'impose donc en matière de gestion du capital des institutions financières afin de ne pas affaiblir la solidité de ces acteurs.

En cohérence avec cette démarche prudentielle, le Haut Conseil de la Stabilité Financière a rehaussé le coussin de fonds propres contra-cyclique à 0,5 % en mars 2022. Il prévoit de le relever à l'occasion de sa prochaine réunion en décembre 2022 à 1,0 % sauf si la capacité du système bancaire à répondre aux besoins de financement de l'économie s'infléchissait de façon marquée et non anticipée. Ceci a pour objectif de préserver – en tout temps et y compris en cas de retournement du cycle – l'offre durable de crédit à l'économie et plus particulièrement aux ménages et aux petites et moyennes entreprises qui, parmi les sociétés non financières, sont les plus dépendantes du financement bancaire. Cette « réserve de protection du crédit » complète la mesure « grands risques », en vigueur depuis 2018, qui limite l'exposition des banques systémiques aux entreprises très endettées, et la mesure d'encadrement des conditions d'octroi du crédit immobilier que je vous citais à l'instant, et qui a permis de prévenir un endettement excessif des ménages, tout en préservant le modèle français de financement de l'accès à la propriété.

4 Conclusion [slide 11]

Pour conclure, je voudrais tirer trois enseignements de cette revue rapide de l'évolution de notre situation économique et financière :

- La bonne capacité de résistance aux chocs de notre économie et de notre système financier jusqu'à présent
- Le changement de régime de l'environnement des taux d'intérêt que ces chocs ont provoqué en poussant, pour juguler une inflation devenue trop élevée après avoir été longtemps trop basse, à une normalisation de la politique monétaire
- L'importance, au-delà des actions immédiates pour maintenir la stabilité monétaire et financière, objectifs pour lesquels la Banque de France est du fait de ses mandats résolument engagée, de se projeter sur un horizon plus long. A cet horizon, les problèmes structurels d'offres de l'économie française demeurent et appellent la mise en œuvre de politiques pour muscler notre capacité productive. Pour y parvenir, il nous faudra réussir trois grandes transformations :
 - La transformation écologique et énergétique
 - La transformation numérique
 - L'augmentation de l'offre de travail et des compétences.

Je vous remercie de votre attention.