



Université de Strasbourg

14 novembre 2022

**Situation économique, politique monétaire
et stabilité financière**

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, l'économie de la zone euro a été affectée par une série de chocs sans précédent, tant du côté de l'offre que de la demande au cours des dernières années. La dégradation des perspectives économiques tout au long de l'année 2022 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 fortement 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, ils 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.

Les données récentes confirment que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont clairement orientés à la baisse, surtout à court terme, comme l'a souligné le Conseil des Gouverneurs dans sa déclaration de politique monétaire (*statement*) du 27 octobre dernier. En particulier, une guerre de longue durée en Ukraine constitue toujours un risque important. La confiance des agents pourrait se détériorer davantage et les contraintes liées à l'offre pourraient s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des denrées alimentaires pourraient également rester durablement plus élevés que prévu. Les risques qui pèsent sur les perspectives d'inflation sont principalement orientés à la hausse. Le risque majeur à court terme est celui d'une nouvelle hausse des prix de détail de l'énergie.

Dans ce contexte de forte incertitude entourant actuellement les perspectives économiques de la zone euro, l'examen du scénario plus dégradé (*downside scenario*) des évolutions macroéconomiques de la zone euro présenté en septembre par la BCE est instructif.

Ce scénario est construit sur la base d'un certain nombre d'hypothèses encore plus sévères que celles retenues dans le scénario central (*baseline scenario*). Il repose notamment sur une interruption complète des flux de gaz russe et de pétrole maritime vers la zone euro, avec peu de

possibilités d'accéder à d'autres sources d'approvisionnement en gaz. Il suppose également des prix des matières premières encore plus élevés pour plus longtemps, une incertitude élevée, un affaiblissement des échanges commerciaux et une détérioration des conditions de financement par rapport au scénario central.

Dans ce scénario dégradé, l'activité économique subirait donc des chocs négatifs plus importants et serait considérablement plus faible que dans la projection centrale, avec une croissance du PIB nettement négative en 2023. [Le PIB diminuerait de - 0,9 % en 2023 contre une progression de + 0,9 % dans le scénario central.] L'inflation serait plus élevée, surtout à moyen terme. Ce scénario reste un scénario de 'risque' mais ne représente pas le scénario central présenté par la BCE.

Dans ce contexte, s'agissant de l'économie française, notre prévision demeure marquée par un cycle en trois « R » : Résilience en 2022 -Ralentissement fin 2022, début 2023- Reprise en 2024. [slide 3]

La dernière enquête mensuelle de conjoncture (EMC) de la Banque de France illustre notamment la résilience de l'économie française dans un environnement conjoncturel difficile, marqué par une succession de chocs. Selon les chefs d'entreprise interrogés, l'activité au mois d'octobre a légèrement progressé dans l'industrie et les services, et a été à peu près stable dans le bâtiment. Pour novembre, les entreprises anticipent une poursuite de cette tendance. Les difficultés d'approvisionnement en octobre se replient de nouveau dans l'industrie et restent à peu près stables dans le bâtiment. On observe un ralentissement de la hausse des prix des produits finis et les difficultés de recrutement s'atténuent légèrement.

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 10,7 % en octobre. En France, selon les résultats provisoires de l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'inflation s'est établie à 7,1 %, le niveau le plus bas de la zone euro, grâce en particulier au bouclier tarifaire, mais elle demeure très 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 s'est diffusée très largement et revêt désormais un caractère « interne » et « généralisé », avec une hausse de l'ensemble des autres composantes de l'inflation : d'après les résultats provisoires d'octobre, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et l'alimentation) s'élève désormais à 5,0 % en zone euro (et à 4,1 % 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 persister. D'où les mesures prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE pour adapter en conséquence l'orientation de la politique monétaire.

2 Conséquences pour la politique monétaire

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

En effet, le risque pour la stabilité des prix auquel nous sommes confrontés n'est plus celui d'une inflation « trop faible trop longtemps » mais celui d'une inflation « trop élevée trop longtemps ». Ce changement fondamental appelle clairement une normalisation de la politique monétaire, ce qui signifie dans un premier temps de démanteler les mesures adoptées pour lutter contre le risque de déflation en visant à réduire le soutien de la demande et à se prémunir contre le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation.

Pour ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, cela s'est déjà 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 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. »

Avec la hausse de taux décidé lors du Conseil des Gouverneurs du 27 octobre dernier, les taux directeurs de la BCE ont augmenté de 200 points de base depuis le mois de juillet et nous ne sommes désormais plus loin du taux neutre. Là ce sera une étape, un point d'inflexion, mais pas encore nécessairement la « destination du voyage ».

Il est important de garder à l'esprit que c'est uniquement au-delà du taux neutre que le durcissement de la politique monétaire débutera véritablement. Il est probable que ce durcissement interviendra. Dans cette deuxième étape, la réduction du bilan de la Banque centrale devrait débuter.

Quand, avec quelle ampleur et à quel rythme ? On ne peut le dire aujourd'hui. C. Lagarde a clairement indiqué que le Conseil des gouverneurs de la BCE en décidera, sur la base de son évaluation de l'inflation observée et des perspectives d'inflation à chaque réunion de politique monétaire.

Je voudrais ici simplement souligner en premier lieu que 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 proches de 3 %. [\[slide 6\]](#)

En second lieu, 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, c'est le cas et en outre il n'y a pas de signe qu'une éventuelle boucle prix-salaires est à l'œuvre. Mais la vigilance reste de mise.

La prévision et l'engagement du Conseil des Gouverneurs est que l'inflation devrait ralentir pour revenir proche de 2 % en 2024, 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.

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 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, et 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 [\[slide 8\]](#), 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. 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. L'exemple récent du choc de liquidité pour les fonds de pension britanniques, montre que l'utilisation du levier, à travers en particulier des produits dérivés, est susceptible d'impacter des acteurs réputés solides, avec des horizons de placement longs et des besoins de liquidité a priori prévisibles, mais peu régulés. [\[slide 9\]](#)

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. [\[slide 10\]](#)

Tout d'abord, il est important de rappeler que le niveau des taux d'endettement du secteur non financier français est élevé, que ce soit d'un point de vue historique ou en le comparant avec d'autres pays européens. En effet, le niveau d'endettement du secteur non financier français est supérieur à la moyenne européenne, aussi bien de manière globale qu'individuellement pour chaque catégorie d'agent -ménages, entreprises et État-. La question naturelle qui se pose alors est de savoir si les différents acteurs non financiers pourront faire face à la hausse des coûts d'intérêt dans un futur proche. Pour y répondre, je vais distinguer le secteur privé du secteur public.

Concernant le secteur privé non financier, il est important de rappeler que les ménages ou les entreprises françaises sont très majoritairement endettés à des taux d'intérêt fixes, ce qui n'est pas une pratique aussi marquée dans les autres pays européens. Cette caractéristique va leur permettre d'atténuer très fortement la hausse des taux d'intérêt actuelle sur leur stock de dette,

qui sera toutefois à pleinement considérer pour les besoins de financement futurs. Cela aura pour principal effet de lisser la hausse des taux d'intérêt actuelle et donner le temps aux ménages et aux entreprises françaises de s'adapter aux nouvelles conditions de financement.

La dette publique est également très majoritairement à taux d'intérêt fixe et bénéficiera également d'un certain lissage dans le temps des conditions de financement actuelles sur la charge de sa dette. Compte tenu du niveau historiquement élevé de l'endettement actuel, il est cependant important d'anticiper dès à présent les facteurs qui amène la trajectoire de l'endettement public à rester soutenable. Cette soutenabilité est fondamentale pour protéger la capacité de l'État à parer aux défis de l'avenir et assurer la stabilité du système financier français.

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. [\[slide 11\]](#)

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 taux de défaillance 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 de leur capital par les institutions financières afin de ne pas affaiblir leur solidité. Il s'agit là d'une de nos priorités de superviseur tant au niveau national, qu'au niveau européen comme membre du SSM.

En cohérence avec cette démarche microprudentielle, le Haut Conseil de la Stabilité Financière mène aussi une politique macroprudentielle qui vise également à soutenir et renforcer la résistance aux chocs de notre système financier. Il a ainsi décidé de rehausser 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, 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 12]

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 qui 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.