



Conférence OMFIF « L'avenir de la zone euro : naviguer en période d'incertitude »

La situation macroéconomique actuelle dans la zone euro et les questions de politique monétaire

Discours de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de m'exprimer aujourd'hui devant vous à l'occasion de cette conférence OMFIF. Je voudrais adresser mes plus chaleureux remerciements à David Marsh pour l'organisation de cet événement et pour son invitation.

Nous sommes rassemblés aujourd'hui pour débattre et réfléchir à l'avenir de la zone euro. Mais, comme l'a écrit Machiavel : « *pour prévoir l'avenir, il faut connaître le passé, car les événements de ce monde ont en tout temps des liens aux temps qui les ont précédés* ». À cet égard, si l'on réfléchit à son histoire, l'euro est un remarquable succès:

- Plus de deux décennies après sa création, l'euro est reconnu et utilisé dans le monde entier, y compris en dehors de ses propres frontières, à la fois comme moyen de paiement, comme réserve de valeur et comme moyen d'échange. La valeur interne de la monnaie unique s'est également révélée remarquablement stable, l'inflation s'établissant à 1,7 % en moyenne par an de son introduction en 1999 à 2021, contre 4,9 % au cours des deux décennies précédentes. L'euro a ainsi contribué à mieux protéger le pouvoir d'achat des citoyens européens, qui a augmenté de 15 % depuis 1999.
- L'euro est également un grand succès dans le domaine des paiements. Le SEPA et TARGET peuvent clairement être considérés comme deux exemples de la manière dont l'euro a favorisé l'intégration financière européenne, l'Eurosystème, la banque centrale de la zone euro jouant le rôle d'agent.
- L'euro a également été déterminant pour améliorer notre capacité à lutter contre les crises économiques et financières. Comme toujours, une action résolue et immédiate a été nécessaire, et parfois une adaptation de la gouvernance initiale de l'UEM, dont le MSU constitue le meilleur exemple.

- En outre, l'euro n'est pas simplement un projet élitiste comme on l'accuse souvent de l'être. C'est aussi un succès populaire. D'après le dernier sondage Eurobaromètre standard réalisé cet été, le soutien à l'euro s'est accru au premier semestre 2022 tant dans la zone euro (+ 3 points de pourcentage) qu'en France (+ 5 points de pourcentage). Ce soutien se situe à présent au niveau le plus élevé jamais enregistré dans la zone euro, soit 80 %, et à 74 % en France.

Ces exemples montrent combien la résilience de la zone euro aux chocs a été améliorée, parfois par une intégration plus poussée et parfois grâce à une capacité à adapter la gouvernance à de nouvelles circonstances.

Toutefois, il est clair que l'environnement actuel et les perspectives macroéconomiques soulèvent de nouveaux défis géopolitiques, socioéconomiques et financiers. Du point de vue de l'Eurosystème et de sa politique monétaire, le principal risque à combattre pour garantir la stabilité des prix à moyen terme n'est plus celui d'une « inflation trop faible trop longtemps », mais celui d'une « inflation trop élevée trop longtemps ». La zone euro se retrouve dans une situation caractérisée par une forte accélération de l'inflation, qui n'avait pas été observée depuis le début des années 1980. Ce nouveau contexte macroéconomique implique une modification de l'orientation de la politique monétaire.

1. La position de la zone euro dans le cycle économique

S'agissant de la situation macroéconomique de la zone euro, permettez-moi de commencer par une évidence en disant que les perspectives économiques se sont progressivement détériorées tout au long de l'année. Les révisions à la hausse des prévisions d'inflation se sont accompagnées de révisions à la baisse des prévisions de croissance. La guerre en Ukraine et le confinement en Chine ont alimenté un choc de « slow-flation » qui menace à présent de se transformer en choc « stagflationniste ». Les données les plus récentes font état 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 entame le revenu réel des ménages et des entreprises. Même si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténuent, ils continuent de contraindre l'activité économique. En outre, l'environnement géopolitique néfaste, avec en particulier la guerre injustifiable menée par la Russie en Ukraine, pèse sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs.

En conséquence, les prévisions de croissance économique ont été nettement révisées à la baisse pour le reste de l'année et pour toute l'année 2023. 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'économie européenne et l'économie française devraient par conséquent subir un ralentissement significatif l'année prochaine et la possibilité d'une récession limitée ne peut être exclue. Mais la croissance devrait repartir en 2024.

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

La hausse des prix à la consommation s'est accentuée ces derniers mois dans la zone euro, atteignant 9,1 % en août selon l'indice des prix à la consommation harmonisé. En France, l'inflation s'est établie à 6,6 %, le niveau le plus bas de la zone euro, grâce en particulier au bouclier tarifaire, mais elle demeure toujours trois fois supérieure à la cible d'inflation de l'Eurosystème. Les estimations rapides pour septembre n'ont pas fondamentalement modifié ce tableau, l'inflation ayant atteint 10 % dans la zone euro, et la légère stabilisation s'est confirmée en France, à 6,2 %.

Nous estimons que la forte accélération actuelle de l'inflation trouve son origine non pas dans l'excédent 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.

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 perdurer ni -a fortiori- échapper à tout contrôle. 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.

2. Implications pour la politique monétaire

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

Le changement fondamental du risque auquel nous sommes confrontés nécessite 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 neutre a minima. Pour ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, cela se traduit par un retour rapide en territoire positif, vers ce que l'on appelle le « taux neutre ».

À quelle vitesse aura lieu ce mouvement vers le taux neutre, que nous estimons, à la Banque de France, se situer à un niveau inférieur ou proche de 2 % en termes nominaux ?

À cette question je voudrais répondre en rappelant les termes employés par François Villeroy de Galhau dans sa 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 importantesur 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 = 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.**

La politique monétaire doit 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 d'une boucle prix-salaires. 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 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, et en tenant compte de l'ensemble des scénarios.

L'inflation ralentira 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 ?**

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 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 %.

Pour conclure ce rapide aperçu de la situation macroéconomique actuelle dans la zone euro et de ses implications pour la politique monétaire, permettez-moi de souligner que le changement d'orientation de la politique monétaire comporte également de multiples autres dimensions qui devront être revisitées, notamment les opérations TLTRO, les mécanismes de rémunération des réserves des banques et, plus généralement, notre cadre opérationnel.

Enfin, pour ramener l'inflation durablement à 2 % sur le moyen terme, l'Europe doit également résoudre ses contraintes d'offre et relever les défis qui se présentent à elle en la matière.