

LETTRE INTRODUCTIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DE FRANCE

ADRESSÉE À :

**MONSIEUR LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE,
MONSIEUR LE PRÉSIDENT DU SÉNAT,
MONSIEUR LE PRÉSIDENT DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

PAR :

**M. CHRISTIAN NOYER,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE**

Exercice 2008

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives.

L'année 2008 a été dominée par la crise. Commencée dans un relatif optimisme sur la capacité des pays à maîtriser les turbulences financières, elle s'est achevée dans un climat de profonde récession mondiale, marqué notamment par les conséquences de la faillite de la banque Lehman Brothers.

À vrai dire, les déséquilibres sont apparus bien avant que culminent, à l'automne, les tensions financières. Dans un environnement déjà très incertain, le premier trimestre a été marqué par deux évolutions également problématiques : d'une part, un ralentissement cyclique de la croissance dans les pays développés dû, en particulier, à la chute de l'immobilier aux États-Unis et dans certains pays européens ; et, d'autre part, une forte poussée inflationniste alimentée par la hausse des prix pétroliers et alimentaires. Cette conjonction particulièrement néfaste a posé des dilemmes importants aux politiques monétaires. Elle a conduit, en juillet, à une hausse du taux directeur de la zone euro, à 4,25 %, alors que l'inflation dépassait 4 % en rythme annuel et que toutes les enquêtes attestaient de la profonde inquiétude des citoyens européens devant la menace d'une instabilité des prix inconnue depuis quinze ans.

Un basculement radical intervient en septembre avec la faillite de Lehman Brothers. La crise financière s'accroît avec une paralysie très rapide des marchés monétaires et financiers ; les primes de risques s'accroissent, les émissions obligataires s'interrompent, les circuits de financement de l'économie se bloquent. La confiance s'évanouit et même les gestions les moins risquées, comme les fonds monétaires, font face à ce moment-là à des retraits importants. Dans de nombreux pays, la demande de billets augmente fortement, signe d'une inquiétude sur la solidité des institutions bancaires. En outre, la crise, jusque-là principalement financière, touche désormais l'économie réelle. Incertaines de leurs perspectives d'activité, rencontrant des difficultés de financement, les entreprises réduisent ou interrompent leurs investissements ; dans la plupart des pays (mais pas en France) les ménages, frappés par la contraction de leur patrimoine immobilier et boursier, accroissent leur épargne et réduisent leur consommation.

Cette période est aussi marquée par la fin d'une illusion ou d'un espoir : celui du « découplage » de l'économie mondiale par rapport à la croissance américaine. L'Europe, le Japon et les pays émergents sont, à leur tour, affectés. Deux canaux de transmission jouent simultanément. D'abord, celui des échanges : les économies — telle la Chine — les plus dépendantes de la demande américaine voient leurs exportations se réduire fortement, affectant, à leur tour, celles de leurs principaux fournisseurs, asiatiques et européens. Ensuite le canal financier : confrontées à des tensions sur leur liquidité, les grandes banques réduisent leurs engagements internationaux sur les pays émergents, provoquant ainsi des sorties de capitaux et de grandes difficultés de financement pour les entreprises locales, notamment sur leurs exportations. Le commerce international se contracte alors brutalement. S'enclenche ainsi une dangereuse spirale dans laquelle, au plan mondial, la chute de la demande et l'aggravation des tensions financières s'entretiennent réciproquement. L'effet est considérable : on assiste, au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, à une baisse massive et synchronisée du PIB et, notamment, de l'activité industrielle, dans l'ensemble du monde. Cette récession, la plus grave depuis soixante ans, fera sentir ses effets bien au-delà de la fin 2008. Dans tous les pays, la dynamique négative se poursuit au cours du premier semestre 2009, même s'il reste encore possible, avec la combinaison des effets des mesures économiques qui ont été prises et des effets bénéfiques de la désinflation sur le pouvoir d'achat des ménages, que l'économie se stabilise dans les derniers mois de l'année.

En effet, la réaction de politique économique a été exceptionnellement vigoureuse. En Europe, un tournant a été pris dès le 12 octobre. Sous l'impulsion de la présidence française, l'Eurogroupe a adopté un plan cohérent et ambitieux de restauration de la confiance dans les banques et le système financier. Sous des formes diverses, mais convergentes, des garanties ont été mises en place, qui assurent aux institutions financières un accès normal et régulier aux ressources qui leur sont nécessaires pour prêter. La recapitalisation des banques a été engagée. Enfin, et surtout, une assurance non ambiguë et inconditionnelle a été donnée aux déposants : les pouvoirs publics n'accepteront ni ne toléreront la défaillance d'aucun établissement bancaire ou financier.

Le dispositif mis en place par la France s'est avéré particulièrement efficace. Alors que dans les autres pays européens les banques empruntent directement avec la garantie de l'État, en France c'est la Société de financement de l'économie française (SFEF) qui emprunte sur les marchés avec la garantie de l'État pour reprêter aux banques, contre la remise en collatéral de créances (crédits immobiliers, crédits à la consommation et aux entreprises pour l'essentiel). Ses émissions ont reçu un excellent accueil des investisseurs et sont ressorties à des prix inférieurs à ceux d'autres émissions garanties dans les pays européens. Cela a permis aux banques bénéficiaires (qui représentent plus de 80 % des prêts à l'économie) d'améliorer le refinancement à moyen terme de leurs prêts aux entreprises, à l'habitat, à la consommation et aux collectivités locales alors même que des refinancements de cette durée étaient très difficiles voire impossibles à trouver sur les marchés financiers. Ainsi, elles ont pu se fixer un objectif de croissance des crédits à l'économie jusqu'à fin 2009 allant de 3 à 4 %.

L'effet de ces mesures a été immédiat sur la confiance et le climat entourant le système financier. Le retour à un fonctionnement normal des marchés s'effectue de manière plus progressive, mais il est fortement soutenu par les interventions des banques centrales, dont la contribution a été essentielle au cours de cette période.

En premier lieu, la chute de l'inflation a ouvert aux politiques monétaires des possibilités d'assouplissement dans le respect de l'objectif prioritaire de stabilité des prix. Dans la zone euro, sept baisses de taux sont intervenues en six mois, dont une — le 8 octobre — coordonnée avec les principales banques centrales des pays industrialisés. Au total, le taux directeur a été réduit de 325 points de base, passant de 4,25 % en septembre à 1 % à la date de rédaction de cette lettre. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation sont restées ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. Ces baisses se sont répercutées dans les conditions de financement de l'économie. Le taux de l'Euribor à 3 mois, sur lequel sont indexés un grand nombre de crédits bancaires, a été réduit de 400 points de base. Il s'établit mi-juin à 1,25 %, contre 5,30 % début octobre 2008. La détente sur les taux longs est moins manifeste, car des primes de risques élevées persistent encore sur les émissions obligataires des entreprises.

Pour faire face à la crise, l'Eurosystème s'est également engagé très rapidement dans une adaptation en profondeur de son cadre opérationnel. Depuis la création de l'euro, les banques ont la possibilité d'apporter au refinancement une gamme d'actifs qui est la plus large et la plus diversifiée de tous les pays développés : cette gamme d'actifs a été encore accrue. S'y ajoute, depuis octobre 2008, la mise en place d'une procédure d'allocation illimitée de liquidité à taux fixe, pour des durées qui ont été progressivement allongées (jusqu'à un an aujourd'hui). À la sécurité totale donnée aux banques quant au volume de liquidité disponible s'ajoute désormais une assurance absolue quant au coût de cette liquidité.

Avec la conjugaison de ces trois actions, fortes baisses de taux, liste très large du collatéral éligible et allocation illimitée de liquidité à taux fixe, c'est véritablement une approche « non conventionnelle » de la politique monétaire qui prévaut dans la zone euro, bien avant même que le terme ne fasse son apparition dans la communication publique.

Un débat s'est ouvert, au plan international, sur le rôle des politiques budgétaires. Ce débat a trois dimensions : quand les taux d'intérêt atteignent des niveaux très faibles ou nuls, l'impact de la politique monétaire devient plus diffus et les mécanismes de transmission plus incertains. Ceci peut justifier, en cas de récession, une action discrétionnaire de soutien de l'activité par la voie budgétaire. C'est le choix fait, aujourd'hui, par de nombreux pays, dont les États-Unis. En second lieu, les finances publiques exercent sur l'activité un effet de stabilisation automatique dont l'ampleur varie fortement selon les pays, un phénomène parfois oublié dans les discussions internationales. L'effet stabilisateur, en particulier, est beaucoup plus puissant en Europe qu'aux États-Unis ou dans d'autres pays de l'OCDE. Finalement, il reste essentiel, dans les circonstances présentes, d'assurer la soutenabilité à long terme des finances publiques, sans laquelle la confiance dans l'action publique serait ébranlée, compromettant dès lors son efficacité.

Les mesures décidées en France concrétisent un équilibre adéquat entre ces trois considérations. Les allègements d'impôts et les nouvelles dépenses à caractère social assurent un soutien rapide et ciblé de la demande tout en contribuant à la solidarité nationale. L'accélération de certaines dépenses d'investissement permet tout à la fois de maintenir l'activité et

de préparer l'avenir sans dégrader le solde structurel à long terme. Enfin, conjugués à la désinflation rapide, le fonctionnement et l'amélioration des dispositifs de protection sociale — notamment en ce qui concerne l'indemnisation du chômage — maximisent l'effet stabilisateur des finances publiques et sociales. En outre, la France, comme tous les pays, soutient le secteur automobile, particulièrement touché par l'effet accélérateur de la baisse de la demande, dont l'activité irrigue l'ensemble du tissu industriel et dont l'adaptation aux exigences du développement durable doit être encouragée.

Assurer le bon fonctionnement du secteur financier constitue le troisième pilier de l'action publique. Dans tous les pays, l'État a contribué à la recapitalisation des banques, et, à travers les garanties, stabilisé leurs ressources. Chez beaucoup de nos partenaires, le traitement des actifs dits « toxiques », qui sont des produits structurés directement ou indirectement compromis par la défaillance des emprunteurs « *subprime* », mobilise les énergies et les ressources. Ce n'est pas le cas en France. Il faut ici souligner la spécificité de notre pays. Certes, les banques françaises ont subi des chocs et certaines ont enregistré des pertes. Des défaillances, parfois très graves, sont apparues dans certains systèmes de contrôle et de gestion des risques. Mais, globalement, le secteur bancaire français supporte la crise mieux que beaucoup d'autres. Les sommes mobilisées pour le soutenir impressionnent et interpellent légitimement l'opinion. Mais elles restent très inférieures aux concours budgétaires mis en place chez la plupart de nos voisins. L'effort consenti par l'État ne constitue d'ailleurs pas, le plus souvent, une dépense nette : les garanties ne seront pas nécessairement mobilisées ; les apports en capital sont provisoires. Et, dans tous les cas, ces soutiens sont rémunérés à un taux élevé et sans coût supplémentaire pour le contribuable.

Si les banques françaises restent globalement profitables, il faut y voir le succès du modèle de banque universelle qui prédomine dans notre pays. Ce modèle garantit aux banques un flux récurrent de revenus et de profits ; il assure une bonne répartition des risques entre les différentes catégories d'activités ; il permet de mieux absorber les chocs, aussi violents soient-ils.

Il faut y voir aussi le résultat d'un contrôle bancaire rigoureux, qui a pu susciter, dans le passé, des résistances, mais dont tout le monde reconnaît

aujourd'hui qu'il a protégé notre système bancaire des excès qui sont apparus ailleurs. Là aussi, notre modèle a fait ses preuves. Tout au long de l'année, l'adossement de l'autorité de supervision à la Banque centrale a permis, dans le respect de l'indépendance et des compétences réciproques, un échange permanent d'informations grâce auquel le contrôle prudentiel et l'analyse monétaire se sont mutuellement enrichis. À l'inverse, la séparation stricte et étanche entre la Banque centrale et le contrôle bancaire s'est révélée, dans d'autres pays, très pénalisante. C'est un enseignement essentiel de cette crise. Tous les pays qui reconsidèrent aujourd'hui l'organisation de leur contrôle prudentiel souhaitent en tirer parti pour en renforcer la proximité avec la Banque centrale.

À la date de rédaction de cette lettre, la crise n'est certes pas terminée et il est encore trop tôt pour tirer toutes les conséquences des événements sans précédent que notre économie traverse. Quelques leçons claires se dessinent néanmoins.

En premier lieu, la crise a montré l'importance d'une bonne réglementation de l'ensemble des activités financières. Il ne saurait être question de freiner l'innovation, d'empêcher le développement de techniques financières indispensables à notre prospérité. Malgré les excès survenus, on ne peut condamner sans discrimination la titrisation ou l'utilisation de produits dérivés. Mais il faut mettre fin aux pratiques et incitations de toute nature qui conduisent les institutions financières à prendre ou accepter des risques excessifs, au bénéfice de quelques-uns et au détriment de la croissance et de la prospérité générale ; il faut en particulier éviter que les modes de comptabilisation amplifient la volatilité des marchés et provisionner les risques plus tôt dans le cycle, lorsque les profits sont élevés, sans attendre qu'ils se matérialisent. Dès lors que la collectivité publique supporte, en définitive, les conséquences et les coûts de ces dérives, une réglementation plus exigeante est nécessaire et justifiée. Il y a là un grand enjeu de coopération internationale. Les initiatives impulsées, notamment par la France, ont conduit le G 20 à définir un programme ambitieux de réformes. Il s'agit, bien sûr, d'une œuvre de long terme. Mais il est essentiel de ne pas laisser s'affaiblir la dynamique ainsi créée.

En second lieu, la crise fait apparaître une nouvelle configuration de l'économie mondiale, marquée notamment par la montée et le rôle croissant des grands pays émergents. Les conséquences sur le

système monétaire et financier international devront en être tirées. D'ores et déjà, le rôle croissant – et très bénéfique – joué par le G 20 concrétise, au plan institutionnel, ces bouleversements.

Enfin, il importe d'ores et déjà de réfléchir au long terme.

La crise peut entraîner, dans certains pays, une révision des modèles de croissance fondés sur l'exportation, qui ont montré leur grande vulnérabilité. Elle ne doit pas conduire à un retour sur l'ouverture de nos économies qui a été la source de notre prospérité depuis cinq décennies. Dans tous les pays, les gouvernements ont mis en place des mesures de soutien au secteur financier, mais aussi à certaines activités industrielles. Assez naturellement, compte tenu de leur coût, ces mesures ont d'abord bénéficié aux institutions et aux producteurs nationaux. Cette « renationalisation » des politiques économiques est sans doute inévitable à ce stade de la crise. Mais elle risque de fausser à terme la juste concurrence, ce qui n'est pas l'intérêt de notre pays. Elle crée, si elle se prolonge, un terreau fertile au retour du protectionnisme dont notre économie sortirait perdante.

Un paradoxe des périodes de crise est qu'elles contraignent, dans le court terme, à des mesures qui sont inverses de celles souhaitables à plus long terme. Les autorités publiques doivent donc assurer

une difficile conciliation : soutenir l'économie tout en poursuivant les réformes (telles que celles sur l'enseignement supérieur et la recherche) qui sont nécessaires au relèvement de notre potentiel de croissance. Dépenser plus aujourd'hui mais réduire demain les déficits, donc poursuivre les restructurations (comme la réduction des effectifs de la fonction publique ou les réformes dans le domaine de la santé publique et de la retraite) qui permettent le retour à l'équilibre. Et pour l'Eurosystème, il faut assouplir la politique monétaire mais sans jamais compromettre la stabilité des prix (donc en se tenant prêt à retirer dès que nécessaire l'excès de liquidités). De notre capacité à maintenir le cap tout en réagissant sagement aux circonstances dépend, en définitive, le retour de l'économie française sur une trajectoire de croissance forte et durable.



Christian NOYER