

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 :

Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France

Exercice 2009



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.

2009 a été, pour beaucoup de pays, l'année de sortie de la récession la plus profonde qu'ait connue l'économie mondiale depuis la grande dépression des années trente. Quelques chiffres suffisent pour en illustrer l'ampleur. La production industrielle a reculé en 2009 de 12 % en France, d'environ 15 % dans la zone euro, de 14 % aux États-Unis, de 22 % au Japon.

La perte de produit intérieur brut (PIB) a été de 5 % pour l'ensemble de la zone euro entre le pic du premier trimestre de 2008 et le creux du deuxième trimestre de 2009. Le fait que, sur la même période, le repli du PIB ait été limité en France à un peu plus de 3 % traduit, outre un bon ciblage des actions de soutien de l'activité arrêtées par les pouvoirs publics, une bonne capacité de résilience de l'économie française. Et celle-ci est due, en partie, à l'absence de déséquilibre financier majeur : l'endettement des ménages est demeuré sensiblement inférieur en France à celui que l'on connaît dans la plupart des autres pays européens, la structure financière de nos entreprises a été renforcée ces dernières années, le financement du marché immobilier n'a pas connu les excès qui ont frappé plusieurs de nos grands partenaires et, enfin, les banques françaises se sont révélées suffisamment provisionnées et capitalisées pour amortir les fortes turbulences des marchés financiers et maintenir leur offre de crédit.

En avril dernier, la crise financière qui affecte l'économie mondiale est entrée dans une nouvelle phase. Elle frappe désormais directement les États, dont la capacité à se financer est, pour certains, remise en cause. De cette nouvelle crise, l'Europe est l'épicentre, tout comme les États-Unis l'ont été pour la crise des *subprime*. Mais, dans les deux cas, le phénomène est plus large et le monde entier est directement ou indirectement affecté.

La récession de 2008-2009, brève mais violente, a laissé en héritage des déficits publics anormalement élevés et une dette en forte progression. Après avoir, dans un premier temps, salué les États pour leur réactivité dans le soutien aux économies ou aux systèmes financiers, les acteurs économiques se sont mis à douter de leur capacité à faire face, dans le long terme, à leurs obligations. Ce doute a plusieurs conséquences.

Il crée, dans l'immédiat, une incertitude et une volatilité favorables à la spéculation. Beaucoup a été dit et écrit sur l'étroitesse et l'opacité de certains marchés — dont ceux des *swaps* de défaut de crédit (*Credit default swaps* – CDS) souverains — qui nuisent à l'efficience et justifient les interrogations que suscitent leurs mouvements. Des questions réapparaissent, aussi, sur la notation des États souverains, dont il n'est pas toujours certain qu'elle reflète fidèlement à tout moment, dans son niveau et dans ses modifications, la totalité de l'information disponible. Sur ces deux sujets, des initiatives et des réformes réglementaires sont en cours, souvent à l'initiative de la France, au plan tant européen que mondial. Il est souhaitable qu'elles se poursuivent et soient menées à terme.

Mais on aurait tort de réduire la crise à sa seule dimension spéculative, même si celle-ci est incontestable. L'immense majorité des détenteurs de dette souveraine sont des investisseurs de long terme, soucieux du rendement et de la sécurité de leurs placements. Et derrière ces investisseurs institutionnels se trouvent des ménages, désireux d'assurer la sécurité de leur épargne et de protéger leurs patrimoines ainsi que leurs revenus futurs. Compte tenu de la taille de ces portefeuilles financiers, des inflexions, même minimales, de leurs stratégies de placement peuvent avoir des conséquences immenses sur l'équilibre des marchés, le niveau des taux d'intérêt et celui des primes de risque. C'est cela, plus encore que la spéculation, qui explique les tensions apparues dans le financement de certains États et les incertitudes qui pèsent sur d'autres. Nous avons donc un double intérêt à ce que la crise s'apaise et que les doutes disparaissent sur la solvabilité des États. Cela signifie que la soutenabilité des finances publiques doit être partout rapidement et clairement rétablie. Cela signifie également que notre pays ne peut se tenir à l'écart du mouvement général qui s'engage en ce sens, notamment en Europe.

Au-delà de sa composante purement financière, la crise de la dette souveraine inverse totalement la donne pour la politique économique et budgétaire. Tout indique que les citoyens européens sont profondément conscients — et inquiets — des risques que comporte l'évolution actuelle des finances publiques dans de nombreux pays. En France, face à trente années de déficits cumulés, les ménages tendent à privilégier une épargne de précaution. Les déficits, loin de protéger la

croissance, la menacent et la compromettent, car ils minent la confiance.

Le rééquilibrage des finances publiques et le soutien de la croissance ne peuvent donc plus être présentés comme deux objectifs incompatibles, un dilemme imposé à la politique économique. Rééquilibrer les finances publiques, c'est rétablir la confiance, contribuer à réduire les taux d'intérêt et donc créer, dans l'immédiat et pour l'avenir, les conditions d'une croissance plus forte.

La crise de la dette souveraine a aussi mis en lumière les faiblesses de la gouvernance économique de l'Europe. Elle a révélé les limites d'un modèle de surveillance macroéconomique trop souple et insuffisamment réactif pour prévenir l'apparition puis la pérennisation de déséquilibres susceptibles d'affecter la zone dans son ensemble. Elle a montré que des divergences importantes et durables dans l'évolution des situations compétitives étaient incompatibles avec l'appartenance à une monnaie commune. L'euro est un bien commun : sa gestion ne peut tolérer les écarts aux règles du jeu, fixées dans le Traité et dans le Pacte de stabilité et de croissance.

Ces constats doivent guider les priorités de notre politique économique.

Celles-ci concernent, en premier lieu, la politique des finances publiques. L'action publique doit s'orienter dans trois directions :

- d'abord, mettre en œuvre des mesures de réduction de la dépense publique, nécessaires au maintien de la confiance et de nature à assurer le respect des engagements pris dans le cadre du programme de stabilité et de croissance (déficits publics en dessous de l'objectif de 3 % du PIB en 2013), quand bien même la croissance serait inférieure aux prévisions ;
- parallèlement, prendre les mesures structurelles visant à contenir l'évolution à long terme des dépenses. La réforme des retraites, constituera à cet égard un pas décisif. Au-delà, stabiliser le ratio de dette publique/PIB implique le retour puis le maintien à l'équilibre du solde structurel. Ce principe signifie qu'il faut se contraindre à dégager des excédents budgétaires pendant les années de forte croissance ;

- enfin, construire un cadre national crédible garantissant, à moyen terme, un cheminement soutenable de nos finances publiques. L'adoption d'une règle budgétaire encadrant les décisions annuelles marquerait un grand progrès. Les travaux de la commission présidée par Michel Camdessus, auxquels le Parlement est étroitement associé, offrent, sur ce point, une opportunité qui mérite d'être saisie.

Il faut, en second lieu, préserver et améliorer la compétitivité de notre économie, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Cette compétitivité s'est certes un peu améliorée en moyenne ces dernières années vis-à-vis de la zone euro, mais elle a inégalement évolué selon les secteurs et vis-à-vis des grandes économies mondiales.

Il faut enfin conforter la solidité des systèmes bancaires et financiers, de façon à maintenir des conditions de financement propices à la croissance. Trois pistes de réflexion sont à privilégier :

- renforcer la capacité de résistance des systèmes financiers. Il est admis, en effet, que le niveau et la qualité des fonds propres dans les systèmes bancaires étaient, avant la crise, insuffisants au regard des risques encourus. La réforme des normes prudentielles dans le cadre du dispositif de Bâle permettra de rendre les systèmes bancaires partout dans le monde plus robustes et plus résistants, dotés d'assises renforcées en fonds propres et en liquidité. Au plan organisationnel, la tradition française d'un adossement de la supervision à la Banque centrale est, j'en suis convaincu, un gage de qualité de la supervision d'ensemble du système bancaire et financier. Nombre de pays, qui ne l'avaient pas ou que très partiellement adopté, s'y rallient aujourd'hui. Et le choix fait par la France de l'étendre au secteur des assurances et des mutuelles, avec la création de l'Autorité de contrôle prudentiel, doit permettre de renforcer l'efficacité de ce modèle ;
- réduire le caractère procyclique des dispositifs de régulation et de supervision. Les systèmes comptables et prudentiels l'ont accru ces dernières années, ce qui a favorisé une prise de risque excessive et l'amplification des variations du crédit, des prix d'actifs et en fin de compte de l'économie réelle. S'agissant du cadre comptable, nous avons besoin d'un système de provisionnement robuste, vérifiable et simple, fondé

sur un modèle prospectif dans lequel les efforts de provisionnement sont proportionnés aux risques au fil du temps ;

- limiter le risque systémique, lié à la sophistication croissante des techniques de gestion et d'allocation des risques, suppose de disposer d'infrastructures solides et résistantes et de renforcer la transparence des marchés. Le recours à la compensation avec contrepartie centrale va dans ce sens, mais ces dispositifs doivent être étroitement surveillés, suffisamment capitalisés et avoir un accès sécurisé à la monnaie de banque centrale.

Réformer le système bancaire et financier pour le rendre plus résistant, moins procyclique, moins sujet aux crises systémiques et à l'aléa moral, constitue un projet ambitieux et complexe. Cette réforme doit aussi prendre en compte deux contraintes principales. Elle doit, en premier lieu, être calibrée et étalée dans le temps, de façon à ne pas faire peser sur le système bancaire et financier des charges excessives susceptibles de compromettre la reprise et d'hypothéquer la croissance. En second lieu, elle doit permettre la convergence internationale des systèmes de régulation pour réduire les distorsions concurrentielles, limiter les arbitrages réglementaires et raffermir la confiance dans les mécanismes de financement de nos économies.

•

L'économie mondiale sort progressivement de la crise, mais en ordre dispersé. La plupart des grandes économies émergentes retrouvent un dynamisme économique et aux États-Unis la croissance n'est plus très éloignée de son potentiel des années deux-mille. Les pays d'Europe, et en particulier ceux de la zone euro, connaissent des situations diverses. La France, pour sa part, a renoué avec la croissance, même si celle-ci reste fragile.

L'action de la BCE a été déterminante dans le soutien aux économies : les conditions monétaires et financières sont restées très favorables à la croissance. Au plan technique, les mesures exceptionnelles d'approvisionnement du marché en liquidité, ainsi que celles mises en place au début de mai 2010 en réaction à la crise grecque, assurent le bon fonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire et la contribution des banques au financement de

l'économie. L'une de nos forces est la crédibilité de l'objectif de stabilité des prix de la zone euro. Il constitue un ancrage solide pour les agents économiques, dont les anticipations, il faut le souligner, sont restées pratiquement stables tout au long de la crise, nous protégeant contre tout risque possible de pressions déflationnistes. En outre, la stabilité des prix est un des fondements de la crédibilité de l'euro, elle en fait une monnaie solide, sûre et respectée, en Europe comme dans le monde entier.

La question essentielle de politique économique aujourd'hui est de réussir à maximiser la croissance moyenne des prochaines années, et donc d'augmenter l'offre d'emplois et de réduire le chômage. Or la seule façon d'y parvenir est de relever le niveau de notre croissance potentielle, en mettant en place les réformes propres à dynamiser la mobilisation du capital et du travail au service de l'activité économique.

Nul ne peut dire quel sera à cet égard l'impact de la crise. Le désinvestissement et la situation durable de sous-emploi tendent à réduire le niveau de la croissance potentielle ; à l'opposé, le renouvellement des générations anciennes de capital détruites pendant la crise, combiné à une flexibilité accrue du marché du travail, peut le renforcer. L'observation des crises passées ne ferme aucune option : ainsi le Japon, depuis le début de la crise des années quatre-vingt-dix, n'a jamais rattrapé les pertes cumulées de PIB potentiel, contrairement à la Suède, qui les a non seulement rattrapées, mais a amélioré sa croissance potentielle quelques années après la crise bancaire qui l'avait frappée à la même période.

Il n'y a donc pas de fatalité, mais des solutions multiples et non exclusives destinées à optimiser les réserves de croissance qui existent dans l'économie française. S'il est impératif de réduire fortement les dépenses de l'État, il est tout aussi nécessaire de donner à l'action publique des objectifs stratégiques qui visent à renforcer la croissance potentielle :

- la recherche et l'investissement : favoriser l'investissement des entreprises et leurs capacités d'innovation, par l'essor des dépenses de recherche et développement sur lesquelles la France a pris du retard par rapport à certains de ses concurrents, mais aussi par de meilleurs transferts de la recherche publique vers

la recherche privée et un accès facilité des PME aux investisseurs de long terme, à même de leur permettre d'atteindre une taille critique ;

- l'emploi : accroître les taux d'emploi des jeunes et des seniors, qui restent en France très inférieurs à ceux de nos grands partenaires par des mesures incitatives favorisant l'emploi plutôt que l'inactivité et contenir, autant que possible, le coût minimum du travail qui limite les possibilités d'emploi des jeunes et peut, paradoxalement, favoriser les trappes de pauvreté ;
- l'éducation et la formation : renforcer notre système de formation pour améliorer l'adéquation de la population des diplômés avec la demande des entreprises et se donner les moyens de porter notre enseignement supérieur à un niveau d'excellence ;
- le développement de la concurrence : favoriser un abaissement structurel des prix et des coûts supportés par les agents économiques en levant les obstacles à la concurrence sur les marchés de biens et services, en particulier dans le secteur de la distribution.

La crise que nous traversons est globale : elle a atteint à divers degrés toutes les zones économiques dans le monde. Cette crise est systémique. Elle a, dans son déroulement, révélé l'ampleur et la complexité des interactions dans une économie mondiale de plus en plus intégrée.

Mais, pour l'Europe, cette crise peut aussi se révéler salvatrice. Jean Monnet avait déjà souligné que « l'Europe se ferait dans les crises et qu'elle serait la somme des solutions qu'on apporterait à ces crises ». Celle que nous vivons doit inciter les gouvernements et les responsables européens à réformer en profondeur le cadre de gestion macroéconomique de la zone euro, en gardant à l'esprit quelques priorités :

- assurer la crédibilité des programmes de consolidation des finances publiques, de façon à ancrer solidement les anticipations des agents économiques et à éliminer tous les doutes concernant la soutenabilité des trajectoires de dettes publiques ;
- clarifier la gouvernance économique de l'Union économique et monétaire pour la rendre plus réactive et plus lisible par les opinions publiques et les marchés ;
- compléter et élargir le cadre de surveillance macroéconomique à des indicateurs reflétant les déséquilibres d'épargne et les défauts de compétitivité ;
- pérenniser enfin les mécanismes de solidarité, garants de la cohésion de la zone en l'absence de budget fédéral, mais en veillant à ne pas créer d'aléa moral.



Christian NOYER