

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 2010



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.

Je souhaiterais cette année concentrer mon propos d'abord sur la crise de la dette souveraine qui a marqué l'année 2010, puis sur les principaux défis qui doivent être relevés pour l'avenir : il s'agit, d'une part, de l'indispensable consolidation de nos finances publiques et du renforcement de notre compétitivité et, d'autre part, des enjeux auxquels les banques centrales vont être confrontées dans la conduite de leur politique monétaire.

L'année 2010 a été marquée, en Europe, par les tensions sur la dette souveraine des pays périphériques. Il est important d'en mesurer les enjeux.

Cette crise est une crise budgétaire, avec des implications fortes pour la stabilité financière de l'Europe et du monde. Ce n'est pas une crise monétaire. La stabilité des prix est préservée, la confiance dans la monnaie est intacte, la situation macroéconomique de la zone euro se compare très favorablement à celle des autres pays avancés. Les entrées de capitaux régulièrement constatées depuis plusieurs mois démentent les doutes que certains expriment sur la solidité de la zone euro elle-même.

La plupart des pays d'Europe ont abordé le choc de 2007-2008 dans des situations budgétaires fortement dégradées, avec des déficits structurels très élevés. La crise financière et économique mondiale a donc frappé des finances publiques vulnérables et fragiles. Comme l'a montré le Fonds monétaire international (FMI), c'est essentiellement la chute des recettes fiscales née de la récession, plutôt que la hausse des dépenses, qui est à l'origine du creusement des déficits et de la montée de la dette depuis trois ans. En outre, dans certains pays – mais pas en France – l'octroi par les États de garanties générales et inconditionnelles au secteur bancaire s'est traduit par une explosion d'engagements implicites, qu'il faut aujourd'hui honorer.

L'Europe n'est pas seule à éprouver ces difficultés. Dans tous les pays avancés on observe une détérioration identique, voire supérieure, des comptes publics et une forte croissance de la dette, de l'ordre de 30 % du PIB en moyenne. Considérée dans son ensemble,

la zone euro affiche aujourd'hui une position relative favorable, avec un déficit public global de 6,3 % du PIB en 2010, contre 10,5 % aux États-Unis, 9,6 % au Royaume-Uni et 7,7 % au Japon.

Mais, bien évidemment, les politiques budgétaires sont nationales et les marchés et leurs analystes ne considèrent pas la zone euro comme un ensemble unique. Ils évaluent séparément la situation de chaque pays. Or, la crise a fait apparaître en pleine lumière la défaillance, plusieurs fois soulignée, des mécanismes de discipline budgétaire internes à l'Union européenne (UE). Pourtant les fondateurs de l'euro avaient très correctement identifié le problème : dans une zone monétaire unique et financièrement intégrée, il est peu probable que les marchés suffisent, en temps normal, à encadrer les politiques budgétaires et à faire respecter les grands équilibres. Et quand la discipline des marchés intervient, elle est tardive, souvent brutale, et conduit toujours à des crises. La mise en place du Pacte de stabilité et de croissance visait donc à corriger cette défaillance. Les principes étaient sains, le cadre approprié, mais l'application s'est révélée très insuffisante. Pour parler franc, la « discipline par les pairs », sur laquelle repose le Pacte, a échoué à garantir les équilibres et à promouvoir les ajustements nécessaires. Il devenait et reste nécessaire d'opérer un saut qualitatif dans la structure de gouvernance économique de la zone euro.

Les décisions prises depuis un an, pourvu qu'elles soient appliquées sans faille, devraient y contribuer :

- le Pacte de stabilité et de croissance a été renforcé. S'agissant du volet « préventif », il sera caractérisé par des critères plus stricts et mieux définis, notamment sur la dette publique, par une trajectoire quantifiée d'ajustement des déficits et par l'application des procédures de déficit excessif aux pays dont la dette dépasse le seuil de 60 % du PIB, sauf si celle-ci s'inscrit sur une trajectoire descendante ;
- les procédures de décision et d'application deviendront plus rigoureuses, les sanctions financières s'appliqueront avec plus d'automatisme. Les États ont pris l'engagement de principe de suivre, en ce domaine, les recommandations de la Commission. Pour rejeter celles-ci (et non plus pour les approuver), il faudra désormais, au sein du Conseil, une majorité qualifiée ;

- au-delà du programme de soutien à la Grèce, la zone euro s'est également dotée d'un nouveau dispositif de gestion de crise. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF), qui a été créé en mai 2010 pour une durée de trois ans, a été mis à contribution pour soutenir et financer les programmes portugais et irlandais. Les États membres ont également approuvé un dispositif plus pérenne, dont l'entrée en vigueur est prévue en 2013, reposant essentiellement sur le Mécanisme européen de stabilité (MES) doté d'une capacité effective d'intervention de 500 milliards d'euros. Tous ces dispositifs associent le FMI et la Commission européenne dans un processus de « concertation » avec la Banque centrale européenne (BCE), afin de ne pas s'appuyer uniquement sur la pression des pairs exercée par les autres États membres et de garantir une conditionnalité satisfaisante ;

- enfin, le nouveau cadre de gouvernance économique de l'UE comporte également une procédure de suivi de la compétitivité et notamment des coûts unitaires de production. Ce nouveau volet de la gouvernance économique est essentiel. Dans une union monétaire, l'évolution des coûts de production d'un pays ne peut excéder le cumul des gains de productivité et d'une inflation conforme à l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale, sous peine que ce pays perde sa compétitivité et donc, progressivement, ses capacités de croissance et d'emploi. L'évolution des salaires du secteur public, dont l'effet d'entraînement est indéniable, doit impérativement se plier à cette règle. C'est pour l'avoir méconnue que certains États de la zone euro se trouvent contraints aujourd'hui à un ajustement douloureux des salaires nominaux.

Pourtant, ces décisions très importantes n'ont pas suffi à rétablir pleinement la confiance, et ce pour trois raisons :

- ces réformes n'ont été décidées que progressivement, sur une période assez longue, de sorte que le tableau d'ensemble, sa force et sa cohérence ont pu échapper aux observateurs et analystes. Dans les phases de crise, l'aptitude à communiquer de manière cohérente et rapide est essentielle au succès de l'action publique ;

- les opinions publiques sont souvent réticentes à une solidarité financière entre pays européens, surtout quand s'exprime le sentiment que tous n'ont pas été

soumis au même degré de discipline collective. Il existe donc une limite au niveau des transferts financiers acceptables, ce qui impose aux pays déficitaires des disciplines nationales fortes. Mais cette limite imprécise, définie progressivement pendant la crise, est apparue insuffisamment claire pour ancrer le jugement des marchés ;

- enfin, l'idée d'impliquer le secteur privé dans la gestion des crises a été source de troubles. En effet, l'incertitude ainsi créée dissuade les créanciers privés de continuer à financer les pays en difficulté temporaire, aggravant les dommages causés à l'économie du fait de tensions extrêmes sur les taux d'intérêt du marché, et rendant en définitive l'effort de soutien public nécessaire encore plus lourd et les risques de contagion encore plus grands.

Les crises financières mettent à contribution les budgets des États. L'équilibre final dépend donc naturellement, dans nos sociétés démocratiques, de choix politiques des autorités élues. Mais il est possible d'identifier les conditions techniques du succès :

- le respect d'une conditionnalité stricte et rigoureuse s'impose dans la conception et la mise en œuvre des plans d'ajustement. C'est une illusion dangereuse de penser que cette conditionnalité peut être allégée grâce à la réduction ou au rééchelonnement des dettes. Au contraire, de telles opérations n'apportent en elles-mêmes aucun financement nouveau. Elles entraînent toujours, au moins dans un premier temps, une réduction supplémentaire de la confiance et de moindres apports de capitaux, ce qui augmente l'effort nécessaire ;

- les modalités d'un éventuel soutien public doivent être claires. Elles ne doivent pas susciter un doute sur la capacité future des pays à honorer le service de leur dette. Il faut s'attacher étroitement aux conditions de séniorité dont le non-respect pourrait, le cas échéant, affaiblir d'emblée la qualité de la dette à émettre dans le futur ;

- enfin, bien évidemment, les mécanismes de résolution des crises ne doivent intervenir qu'en dernier ressort et ne sauraient se substituer à la prévention efficace qu'apporte une discipline budgétaire permanente.

Dans cette période de tensions et de troubles, il est fondamental, pour la France, de disposer d'une stratégie crédible et solide de consolidation de ses finances publiques.

D'importants progrès ont été réalisés :

- la réforme des retraites, qui permet la durabilité de nos régimes sur le long terme. Elle nous place à parité avec tous les grands pays développés. Elle marque l'adaptation de notre société à l'allongement de la durée de vie, en soi un progrès humain bienvenu ;
- le contrôle des dépenses de santé, qui a démontré son caractère opérationnel avec des résultats déjà visibles : en 2010, pour la première fois depuis 1997, l'Objectif national des dépenses d'assurance-maladie (Ondam) a été respecté avec une progression nominale limitée à 3 % ;
- le ralentissement de la progression de la masse salariale publique et le gel des dépenses de l'État en volume ;
- en ce qui concerne les recettes, la suppression de nombreuses niches fiscales a permis d'éliminer des distorsions économiques et d'établir la recette publique sur des bases plus larges et plus saines. La suppression de la taxe professionnelle devrait stimuler l'investissement des entreprises, avec des effets favorables sur la compétitivité.

Mais beaucoup reste à faire. La France s'est engagée, dans son programme de stabilité, à ramener le déficit des administrations publiques à 3 % du PIB en 2013. Dans un contexte de difficultés économiques et sociales, la tentation peut être grande de différer l'ajustement. Il est primordial, au contraire, de garder fermement le cap.

Il est même hautement souhaitable d'accélérer le rythme de baisse des déficits, en profitant de toutes les opportunités permises par la croissance, pour respecter l'objectif fixé voire le dépasser et ramener le déficit sous la barre des 3 % dès 2013.

Être ambitieux est d'abord nécessaire pour stabiliser, puis réduire la dette publique. C'est une question

d'équité vis-à-vis des générations futures. C'est aussi une question de prudence, afin de ne pas accroître notre vulnérabilité financière. La qualité de la signature française est aujourd'hui reconnue et respectée. C'est un atout qu'il faut défendre et préserver. Et pour assurer le retour du niveau de la dette publique en dessous de 60 % du PIB, il faut viser le maintien durable d'un solde des finances publiques proche de l'équilibre. Cela est particulièrement vrai des dépenses sociales qui constituent intégralement des dépenses courantes : leur financement par l'emprunt est un non-sens économique.

Réduire les déficits, c'est également conserver ou reconstituer des marges de manœuvre, particulièrement utiles en cas de choc. Ces marges de manœuvre sont aujourd'hui minimes, voire inexistantes si l'on tient compte du soutien temporaire que nous apporte le bas niveau des taux d'intérêt. Et ce soutien n'est pas durable. Les politiques monétaires très accommodantes conduites dans les pays avancés vont, tôt ou tard, prendre fin. L'augmentation prévisible – et souhaitable – de la demande intérieure dans les pays émergents va déplacer, au plan mondial, l'équilibre entre épargne et investissement, ce qui peut entraîner une hausse durable des taux longs dans les pays développés. Il serait préférable, quand cet ajustement se produira, d'avoir rétabli l'équilibre de nos finances publiques car nous pourrions, si tel n'était pas le cas, être entraînés dans une spirale incontrôlable de dettes et de déficits. Il y a donc urgence.

Enfin, dans la période actuelle de doutes et d'incertitudes, la consolidation budgétaire crée la confiance et stimule la croissance, comme en témoigne l'évolution la plus récente de la conjoncture. Démentant les prévisions pessimistes de nombreux analystes, la réduction des déficits s'est accompagnée, en France, de performances de croissance supérieures aux attentes et d'une amélioration notable de la confiance des ménages.

Pour porter pleinement leurs fruits, les mesures actuelles doivent s'inscrire dans une perspective crédible de réduction et de maîtrise durable des déficits publics sur le long terme qui influence les anticipations des agents économiques et les incite à investir. C'est le rôle des règles budgétaires dont se dotent progressivement

un grand nombre de pays avancés. Il faut donc saluer le vote récent, par l'Assemblée nationale, du projet de loi constitutionnelle relatif à l'équilibre des finances publiques. Ce texte prévoit d'instaurer une loi de programmation pluriannuelle des finances publiques qui encadrera les lois de finances annuelles et les lois de financement de la sécurité sociale. Des plafonds annuels de dépenses et des planchers annuels de recettes devront être respectés sous peine de censure par le Conseil constitutionnel. Une compétence exclusive sera donnée aux lois financières en matière de prélèvements obligatoires.

Contrairement aux craintes parfois exprimées, les règles budgétaires ne suppriment pas le débat démocratique sur les finances publiques. D'abord, parce qu'en adoptant de telles règles, c'est la Représentation nationale elle-même qui fixe les limites à ses propres décisions. Ensuite, et surtout, parce que ces règles encadrent les grands équilibres mais ne préjugent nullement des choix fondamentaux sur le contenu des budgets : nature et niveau des différentes catégories de recettes et dépenses, structure de la fiscalité, contribution des diverses collectivités à l'action publique. Bien conçues, les règles budgétaires doivent ainsi concilier la liberté constante du choix démocratique et la crédibilité qui s'attache au respect des engagements à long terme.

Avec la consolidation des finances publiques, le renforcement de la compétitivité de l'économie est une condition de notre prospérité future.

La mondialisation est entrée dans une phase nouvelle, avec une compétition plus intense. La crise a accentué le rééquilibrage de l'économie mondiale. Les pays émergents jouent un rôle central dans la reprise et leur poids s'accroît dans les échanges et la production mondiale. L'accord conclu il y a six mois sur la redistribution des quotes-parts du FMI en est un symbole et un signe. Cette nouvelle géographie de la croissance s'accompagne de la montée d'un sentiment d'insécurité économique dans tous les pays développés, accentué par la crise financière. Dans de nombreux pays resurgit la tentation du protectionnisme et du repli sur soi. Y céder serait pour la France illusoire et dangereux.

Illusoire, tout d'abord, car l'internationalisation poussée des processus de production interdit tout

retour en arrière. Illusoire, aussi, car la concurrence – et l'emploi – se jouent non sur notre capacité à freiner ou bloquer les importations mais sur notre aptitude à attirer et localiser sur notre territoire le plus grand nombre d'activités incorporant le plus de valeur ajoutée.

Dangereux ensuite, comme nous le montrent les leçons de l'histoire. C'est parce qu'ils ont cédé aux sirènes protectionnistes que les pays européens ont sombré dans une dépression économique durable après la grande crise des années trente. C'est, au contraire, le dynamisme des échanges internationaux qui permet aujourd'hui à l'Europe et à la France de participer pleinement au rebond dont bénéficient les grands pays émergents.

S'agissant de la compétitivité de notre économie, toutefois, la performance est globalement peu favorable.

Depuis quelques années, la balance des paiements affiche une faiblesse persistante : nos transactions courantes, encore en léger excédent en 2004 (0,4 % du PIB), ont affiché un déficit de 1,7 % du PIB en 2010. La part de marché de la France à l'exportation est passée de 4,8 % en 2002 à 3,7 % en 2010. Les flux d'investissements étrangers ne sont plus aussi dynamiques qu'auparavant, témoignant d'une moindre attractivité du territoire français. La hausse de la productivité depuis dix ans est légèrement inférieure à celle de l'Allemagne.

Pour partie, bien sûr, la concurrence est déterminée par des forces que nous ne maîtrisons pas totalement. Dans les grands pays émergents, la pression démographique a longtemps poussé les salaires à la baisse, mais cette tendance paraît aujourd'hui s'inverser. Les fluctuations de taux de change, peuvent, au moins sur le court terme, modifier les positions relatives. Mais il dépend de nous – et seulement de nous – d'assurer notre compétitivité au sein de la zone euro et, plus largement, de l'UE. Et celle-ci est bien évidemment déterminante compte tenu du degré d'intégration de notre économie avec celles de nos partenaires.

La maîtrise des évolutions salariales est essentielle pour assurer la compétitivité. Mais les politiques publiques peuvent aussi y participer, directement ou indirectement. Prenons l'exemple du logement.

La hausse continue du prix des logements contribue à donner le sentiment d'une perte de pouvoir d'achat et avive les revendications salariales. Elle est source de malaise social et de rigidité économique car elle entrave la mobilité des personnes et aggrave les inégalités. En outre, elle crée un risque pour la stabilité financière si un ajustement brutal devait intervenir dans l'avenir. Il paraît donc important de s'attaquer aux causes profondes des déséquilibres du marché. Les politiques d'action sur la demande ont montré leurs limites : les incitations fiscales et les soutiens au financement, accompagnés par des conditions de crédit très allantes de la part des banques, ont davantage contribué à la montée des prix qu'à l'accroissement des volumes de construction. Les solutions paraissent désormais devoir être recherchées du côté de l'offre, par un desserrement des contraintes de tous ordres – administratives, techniques – qui s'opposent aujourd'hui à l'expansion du parc immobilier.

Dans la période à venir, la politique monétaire sera confrontée à des défis importants qui compliquent la tâche des banques centrales.

Pendant plus de dix ans, les pays avancés ont bénéficié d'une désinflation spontanée en raison, notamment, de la baisse des prix industriels liée à l'arrivée des grands pays émergents sur le marché mondial. La dynamique s'est aujourd'hui inversée. Les économies émergentes, en forte croissance, sont aussi fortement consommatrices d'énergie et de matières premières. Cette redistribution de la demande mondiale pousse naturellement les prix à la hausse et nous en subissons directement les effets. En conséquence, notre taux d'inflation est de plus en plus influencé par les conditions économiques et monétaires mondiales.

Selon un courant de pensée assez répandu, dès lors que l'inflation est « internationale », elle n'appelle pas de réponse et il faudrait s'en accommoder. L'intuition paraît simple : on ne peut lutter contre une inflation importée par une politique monétaire intérieure. Pourtant elle est fautive. D'abord, parce qu'une telle attitude conduirait inévitablement à une accélération de l'inflation interne : les ménages et les entreprises, constatant l'inertie des banques centrales, perdraient confiance, anticiperaient naturellement une inflation plus forte et pousseraient à une hausse des salaires et des prix. Ce sont ces « effets de second tour » qui

conduisent rapidement à des spirales inflationnistes, que la politique monétaire doit avant tout éviter.

Ensuite, parce que l'inflation menace la confiance et, par là même, la croissance. Les enquêtes de la Banque de France montrent que, avec l'emploi, les perspectives d'évolution des prix sont celles qui influencent le plus la confiance des ménages. Nos concitoyens ont pu compter, depuis maintenant près de vingt ans, sur la garantie et la sécurité de pouvoir d'achat que procure la stabilité des prix. Plus de la moitié de la population active, aujourd'hui, n'a jamais connu l'inflation.

Pour l'Eurosystème, qu'est-ce que cela signifie ?

Depuis le début de la crise, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu une politique monétaire extrêmement accommodante, qui a permis de contrer l'affaiblissement de l'économie de la zone euro dans un contexte de très faible pression à la hausse des prix. Désormais, il apparaît nécessaire de marquer très clairement notre détermination à empêcher les effets d'entraînement sur le niveau général des prix des tensions qui se manifestent sur l'énergie et les matières premières et à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation en ligne avec la stabilité des prix.

Déterminé à assurer la stabilité des prix à moyen terme, conformément au mandat qui lui a été donné par le Traité, le Conseil des gouverneurs se refuse pour autant à toute automaticité ou à tout engagement préalable sur le rythme de l'ajustement qui pourra s'avérer nécessaire, tenant ainsi compte des incertitudes nombreuses qui affectent l'environnement économique. Enfin, la politique monétaire qui s'exprime dans le niveau des taux continuera d'être dissociée de la fourniture de liquidités dont l'objectif est d'assurer un fonctionnement des marchés et une stabilité financière qui garantissent l'intégrité des mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Dans l'ensemble des pays développés, le niveau élevé des dettes publiques et le maintien de « mesures non conventionnelles » prises par les banques centrales peuvent créer la confusion. Dans la zone euro, ces mesures ont été soigneusement calibrées pour éviter toute ambiguïté. Les achats de titres sont restés très limités et ont visé à assurer la bonne transmission

des décisions de politique monétaire. Leurs effets monétaires ont été immédiatement annulés par leur stérilisation.

Enfin, la politique monétaire se déploie dans un contexte d'instabilité financière mondiale persistante. Celle-ci se manifeste dans les mouvements de capitaux et les taux de change ainsi que dans les prix des matières premières dont la volatilité augmente. Elle nourrit la réapparition de nombreux produits financiers à haut risque, stimulée par la recherche de rendements élevés à court terme.

Dans ce contexte, les priorités que s'est assignées la présidence française du G20 apparaissent particulièrement adaptées. Il faut achever la réforme de la régulation financière et surtout la mettre effectivement en œuvre dans tous les pays de façon simultanée. Il est important de s'assurer que la liquidité mondiale est bien maîtrisée. Il est justifié de réfléchir à un cadre multilatéral possible pour les mouvements de capitaux internationaux. Enfin, il est opportun de s'interroger sur les conséquences de la « financiarisation » des matières premières sur le niveau et la volatilité des prix. Tous ces thèmes sont abordés sans tabou ni préjugé, dans un esprit de concertation. Personne, aujourd'hui n'en conteste la pertinence. Le chantier est immense et prendra donc de longues années. Mais des étapes importantes et des résultats significatifs sont à notre portée dès cette année.

La France aborde la décennie avec de nombreux atouts : la démographie la plus dynamique d'Europe, un degré élevé d'indépendance énergétique, un système financier qui a, mieux que beaucoup d'autres, résisté à la crise, une forte présence dans les technologies avancées.

L'économie française a montré sa robustesse pendant la crise. Le chômage a moins progressé, la croissance a été moins affectée qu'ailleurs. Et la phase actuelle dément ceux qui prédisaient un rebond moins rapide.

Les perspectives sont donc favorables et les motifs d'optimisme nombreux, pourvu, toutefois, que soient traitées, tant au plan national qu'au niveau européen, les faiblesses structurelles qui hypothèquent encore l'avenir.

Paris, le 9 juin 2011

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Noyer', written over a horizontal line.

Christian NOYER