

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 2011



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 centrer mon propos sur les défis auxquels notre économie est confrontée, dans un contexte européen difficile.

L'Europe avance, en réaction à la crise qui, depuis plus de deux ans, met en cause son fonctionnement, son image, son identité et son intégrité. Les racines profondes de cette crise sont maintenant bien connues : une discipline budgétaire individuelle et collective défaillante ; un creusement des écarts de compétitivité ; une union économique et monétaire incomplète. Des réponses crédibles et durables doivent être apportées si nous voulons parvenir à sortir grandis de nos difficultés. Dans ce contexte, il est tout particulièrement nécessaire pour la France de poursuivre son effort de redressement des finances publiques, avec une attention portée aux dépenses sociales, d'améliorer sa compétitivité, notamment par des réformes d'envergure des marchés du travail et des biens et services, et de renforcer encore la robustesse et l'efficacité de son système financier.

Depuis le déclenchement de la crise en 2007, l'Eurosystème a fait preuve d'une grande réactivité et nous avons su, je le crois, apporter des solutions adaptées à toutes les situations nouvelles, allant souvent très au-delà des attributions habituelles d'une banque centrale. L'Eurosystème participe à la définition et à la surveillance des programmes d'ajustement ; il conseillera et soutiendra les autres autorités européennes dans la mise en œuvre des mécanismes de gestion de crise. Enfin, parce que notre économie se finance majoritairement par l'intermédiaire des banques, nous sommes intervenus pour fournir à celles-ci la liquidité nécessaire dans le cadre d'opérations de grande envergure, en ajustant drastiquement notre dispositif opérationnel de refinancement, et tout particulièrement, il y a quelques mois, avec deux interventions exceptionnelles d'une maturité de trois ans. Toutes ces actions ont permis, à plusieurs reprises au cours des dernières années, d'éviter une paralysie du système bancaire dont l'économie aurait lourdement souffert. Aucune autre banque centrale au monde n'a déployé d'efforts aussi intenses pour soutenir, par ce biais, la liquidité bancaire et l'offre de crédit.

Faut-il aller plus loin ? Certains le souhaiteraient, qui voudraient voir la Banque centrale européenne (BCE) jouer auprès des États le rôle d'un « prêteur en dernier ressort ». Or, si le Traité fondateur de l'euro prohibe le financement direct des États par la création monétaire – de la même façon que les textes fondateurs de toutes les grandes banques centrales du monde –, c'est pour de sérieuses raisons. Cette disposition, en apparence réductrice, protège en réalité les citoyens et l'économie contre toute possibilité de manipulation monétaire, dont l'histoire nous enseigne qu'elle est une tentation permanente. Elle constitue un complément indispensable de notre mandat prioritaire de stabilité des prix qui garantit la protection du pouvoir d'achat des citoyens de la zone euro. Il incombe naturellement aux États d'assurer la maîtrise et le contrôle des risques souverains, selon les procédures dont ils sont convenus et avec les instruments dont ils se sont dotés, sans attendre des autorités monétaires qu'elles se substituent aux pouvoirs exécutifs et budgétaires dans l'exercice de leurs responsabilités.

Comme il l'a fait depuis cinq ans, l'Eurosystème se tient prêt à agir, dans le cadre de son mandat et de ses compétences. Mais, dans les circonstances actuelles, l'efficacité de son action dépend grandement des décisions concernant l'avenir de la zone euro, sa gouvernance et son fonctionnement ainsi que de leur mise en œuvre effective.

Trois impératifs se dégagent.

D'abord, poursuivre l'œuvre de redressement des finances publiques engagée dans tous les pays. Le nouveau « paquet législatif » et le Pacte budgétaire sont des outils puissants et pertinents. Ils garantissent un équilibre structurel des budgets, une surveillance des déséquilibres macroéconomiques et un respect des règles grâce à des sanctions quasi automatiques. La mise en place d'une gouvernance économique crédible dans la zone euro est cruciale, car la crise a montré qu'une union monétaire doit impérativement s'accompagner d'une discipline partagée et effective de la gestion des finances publiques, et d'une convergence de la compétitivité dans l'ensemble de l'union économique.

Ensuite, comme les dirigeants de la zone euro en ont pris l'engagement lors du sommet du 29 juin, il est urgent de rendre pleinement opérationnels les

mécanismes de gestion de crise formellement créés entre les États membres. Il est impératif d'éviter toute nouvelle détérioration des conditions de fonctionnement du marché de la dette souveraine. La crédibilité des processus de décision et de gestion de l'Union économique et monétaire est en jeu.

Enfin, il faut éclairer l'avenir en traçant des perspectives de long terme. Les citoyens l'attendent et les investisseurs en ont besoin. Parmi celles-ci, la réalisation de l'union financière, dont la crise a montré la nécessité, mérite une attention particulière.

Dans un espace financier unique comme la zone euro, les mécanismes de supervision, de soutien et de gestion du système bancaire doivent également être unifiés pour rompre le lien banques-souverains et assurer l'efficacité de la politique monétaire unique. Ce n'est pas le cas jusqu'ici et la zone euro a payé le prix fort pour ce décalage. Le chantier de l'union financière est maintenant lancé. Ses composantes sont multiples et toutes n'ont pas les mêmes implications. Certaines (fonds de résolution, garantie des dépôts) reposent sur une mise en commun de ressources ; d'autres (régimes de résolution et de supervision) supposent une harmonisation poussée des législations nationales. Dans les deux cas, un travail technique et législatif approfondi est nécessaire et l'union financière est appelée à émerger progressivement au cours des années qui viennent. Certains progrès peuvent cependant être réalisés sans attendre. Il est possible d'intégrer rapidement les systèmes de supervision bancaire des États membres de la zone euro dans un ensemble unique, fonctionnant selon le même équilibre, entre centralisation et décentralisation, qu'au sein de l'Eurosystème, où il a fait la preuve de son efficacité. Bien entendu, l'expérience de ces dernières années montre que cette intégration de la supervision n'a de sens que si elle s'étend à la totalité du secteur bancaire, l'accumulation des risques dans des entités petites ou moyennes étant un des facteurs majeurs de risque. L'Eurosystème lui-même est clairement le mieux placé pour assurer cette fonction. La crise, en effet, a montré les avantages d'une supervision bancaire adossée à la banque centrale. Les pays qui s'étaient éloignés de ce modèle (qui a toujours été celui de la France) y reviennent d'ailleurs aujourd'hui.

La crise s'est traduite par une baisse de notre potentiel de croissance en raison du développement du

chômage de longue durée, du non-renouvellement d'un outil de production vieillissant et de mises au rebut d'équipements productifs. Ces effets négatifs de la crise renforcent la nécessité d'une consolidation budgétaire soutenue et ils ne pourront être contrebalancés que par la mise en œuvre de réformes structurelles ambitieuses.

La consolidation budgétaire et la croissance économique

Compte tenu de la situation sans précédent de la dette et des finances publiques dans la plupart des pays avancés, les gouvernements sont confrontés à des choix que l'expérience ne peut éclairer entre la nécessaire consolidation à long terme et la crainte immédiate pour la croissance. Il est donc naturel que la stratégie budgétaire fasse débat.

Plusieurs remarques peuvent être formulées.

D'abord, l'objectif d'un budget structurellement équilibré est adapté aux nécessités de l'économie française. Sur le long terme, il assure une réduction progressive de la dette tout en permettant d'absorber les chocs temporaires, positifs et négatifs, auxquels l'économie est confrontée.

En 2011, le déficit public a représenté 5,2 % du PIB. Mais si on le rapporte aux seules dépenses publiques, l'impasse est encore plus significative : ce sont en fait 9,2 % des dépenses publiques qui ont été financées par l'emprunt, et 21 % des dépenses de l'État. Quant à la Sécurité sociale qui, constituée de dépenses courantes de transfert, devrait être par définition équilibrée, elle présente un déficit quasi ininterrompu depuis le milieu des années 1980. Ces faits posent clairement la double question de la soutenabilité de ce modèle et de l'efficacité des dépenses. Ils traduisent également un transfert de charges injustifié vers les jeunes générations qui devront travailler plus longtemps que leurs aînés, en subissant des prélèvements supplémentaires pour payer les dettes dont ils auront hérité. Les réformes engagées, qui ont permis d'infléchir l'évolution du budget de l'État, comme dans le domaine de l'assurance-maladie, doivent donc être poursuivies ; l'équilibre financier des régimes de retraite est également un axe majeur de ce processus.

En second lieu, l'intérêt de règles budgétaires est aujourd'hui reconnu. Si elles sont crédibles, elles contribuent au retour de la confiance des acteurs économiques qui relancent leurs projets de consommation et d'investissement et donc, *in fine*, la croissance.

Enfin, l'environnement actuel de taux d'intérêt très bas est un atout considérable pour nos finances publiques et doit absolument être préservé. Or, il repose intégralement sur la crédibilité de la stratégie de retour à l'équilibre budgétaire.

L'économie française, la compétitivité et l'emploi

La compétitivité est la clé de la croissance. Celle de l'économie française préoccupe les observateurs français et étrangers et son évolution ne se prête pas à un diagnostic simple.

La France a traversé la crise dans des conditions relativement favorables, avec une contraction de l'activité et de l'emploi moindre que chez nombre de nos voisins. Cette performance relative est principalement due au rôle stabilisateur des régimes de protection sociale qui permettent d'atténuer l'impact des chocs économiques sur l'emploi et les revenus. Mais ce rôle d'amortisseur de chocs demande des ressources et ne peut fonctionner que si, en haut de cycle, des réserves sont constituées. Or, nous savons qu'avec les perspectives de croissance actuelles, ces régimes demeureront structurellement en déficit à défaut d'action correctrice. Cette anomalie doit être corrigée au plus vite.

Au-delà de cet effet de résilience de court terme, le constat est cependant sans appel : de tous les pays avancés, la France est celui dont les parts de marché dans les exportations mondiales enregistrent, depuis l'année 2000, le recul le plus marqué.

Cette dégradation s'explique pour partie par l'évolution défavorable du coût du travail en France relativement à notre principal concurrent sur les marchés mondiaux, l'Allemagne. Alors que les entreprises allemandes ont bénéficié d'une exceptionnelle modération salariale dans les années 2000, notre pays connaissait dans le même temps une croissance des salaires comme des coûts unitaires du travail. Cela s'est traduit par une

détérioration de près de 25 % de nos coûts unitaires par rapport à l'Allemagne sur les dix dernières années. Pour maintenir leur compétitivité prix, les exportateurs français ont dû consentir des efforts de marge considérables, réduisant leur profitabilité et obérant probablement leur capacité d'investissement et de recherche, de sorte que l'avantage initial de la France lors de son entrée dans l'euro – qui a joué un rôle dans la croissance enregistrée au début des années 2000 – s'est aujourd'hui totalement inversé. Pour résorber les écarts de coûts et pour favoriser l'emploi des travailleurs jeunes et/ou peu qualifiés, il est crucial que l'évolution des salaires soit en ligne avec l'évolution de la productivité et tienne compte des impératifs de compétitivité.

Appréciée, toutefois, par rapport à la moyenne de la zone euro, la position relative de la France a peu changé depuis dix ans et le facteur coût n'explique donc pas tout. Il faut par conséquent chercher les autres raisons de ce décrochage, non complètement élucidées à ce jour. La baisse du nombre d'heures travaillées et les rigidités dans l'organisation du temps de travail entrent en considération. Mais, plus fondamentalement, l'ampleur et la constance de la chute des parts de marché suggèrent une véritable rupture dans les ressorts et le dynamisme de l'économie française et dans sa capacité à produire de façon compétitive sur son territoire les biens qui s'échangent sur le marché mondial. Les choix de localisation des entreprises, défavorables au territoire national, ont participé au décrochage des exportations françaises. Ces choix ont pu être dictés par la comparaison des coûts, mais ils correspondent souvent à la volonté des grands groupes de produire au plus près des nouveaux marchés dans les pays émergents et de valoriser ainsi des avantages compétitifs reconnus. Ces stratégies globales engendrent des revenus d'investissement qui ne viennent qu'en partie compenser la faiblesse des revenus d'exportations. Le développement des investissements directs à l'étranger plutôt que des exportations est par ailleurs souvent défavorable en termes d'emploi.

Dans la désindustrialisation de l'économie française, les contraintes d'offre paraissent donc dominantes. Retrouver le dynamisme qui a fait de notre pays un des premiers exportateurs mondiaux suppose donc de s'attaquer aux rigidités de toute nature qui freinent les

activités productives. Le maintien d'une production industrielle compétitive sur le territoire national suppose de restaurer la capacité d'investissement des entreprises, et en premier lieu celle des PME. L'effort devrait particulièrement porter sur le développement de nouveaux produits et des services associés. L'ouverture des professions fermées et le soutien à l'innovation des entreprises permettraient également d'accroître le potentiel de croissance de notre économie.

Le secteur du logement mérite également une attention toute particulière. C'est certainement un domaine où les rigidités ont des conséquences économiques et sociales particulièrement lourdes. Un marché du logement actif et fluide est un puissant soutien à la mobilité et à l'équilibre social. La situation actuelle, au contraire, entretient la précarité et freine les ajustements. La contrainte n'est pas financière : les conditions d'octroi des crédits immobiliers sont satisfaisantes et les nombreux dispositifs qui favorisent le financement et l'accession à la propriété stimulent la demande. Le frein se situe donc dans l'insuffisance de l'offre, et en particulier dans l'offre de terrains viabilisés et de droits à construire. Il en résulte une hausse des prix dangereuse pour la stabilité financière et dont les effets redistributifs – au profit des propriétaires existants – ne vont pas dans le sens d'une plus grande justice sociale. La question doit donc être traitée sans tabou, y compris s'agissant des régimes et conditions d'octroi des permis de construire.

En passe de devenir, dans deux décennies, la première puissance démographique européenne, dotée d'une capacité technologique et entrepreneuriale de premier plan, la France reste largement impuissante à créer des emplois, principalement pour ses jeunes dont le taux de chômage demeure, depuis plusieurs années, au voisinage de 25 %. Cette malheureuse « exception française » s'explique largement par une segmentation du marché du travail entre, d'une part, des salariés confortés dans leur emploi par une législation très protectrice et, d'autre part, des travailleurs enfermés dans la précarité. Cette dualité du marché du travail est source de profondes inégalités sociales et d'inefficacité économique. En ce domaine également, une évolution des esprits et des règles est une condition du progrès. Une réforme du marché du travail conduisant à rapprocher les types de contrats pour donner plus de flexibilité aux entreprises – et donc davantage

d'incitations à embaucher en CDI – tout en réduisant la précarité des CDD apparaît ainsi comme une priorité. Elle devrait conduire à donner plus de place aux accords de branche et d'entreprise, et à recentrer la réglementation sur les domaines qui ressortent de l'ordre public ou aux cas de carence du tissu conventionnel.

D'autres réformes structurelles permettraient d'élever rapidement le taux de croissance et d'augmenter l'emploi. Engager celle de nos marchés de biens et services dans tous les secteurs où les règles et les protections des acteurs existants empêchent l'émergence ou le développement d'une offre productive créatrice de richesses et d'emplois. Repenser l'éducation, pour qu'elle réponde mieux aux besoins de l'économie et assure donc aux jeunes une meilleure insertion dans le marché du travail, et poursuivre la réforme de l'Université. Tenir au mieux nos coûts de production, en veillant à limiter autant que possible les charges fiscales et sociales qui pèsent sur nos entreprises à raison de leur production en France. Faire reposer l'effort de croissance du pouvoir d'achat non sur une augmentation générale des salaires déconnectée de la productivité et donc source de chômage, mais sur la réorientation de la formation professionnelle en faveur des moins qualifiés et sur le développement des emplois à temps plein.

Un système financier au service de l'économie

Notre système financier – banques et assurances – a également été un facteur de résilience dans la crise. Le soutien qui lui a été apporté pendant les moments les plus difficiles n'a, en dehors du cas difficile du groupe franco-belge Dexia, pas grevé le budget de l'État et il a continué à financer l'économie de manière globalement appropriée. Cela étant, compte tenu des problèmes relevés dans le développement de nos PME, la future « Banque publique d'investissement » pourrait se révéler utile si celle-ci concentre ses interventions sur les financements difficilement assurés par les mécanismes de marché – essentiellement les apports en fonds propres. De même, le développement d'un nouvel acteur majeur dans le financement des collectivités locales est désormais urgent afin de pallier le retrait de Dexia.

Le secteur financier s'adapte en ce moment aux nombreuses évolutions réglementaires et des marchés.

Les débats sont nombreux aujourd'hui – principalement dans les pays ayant connu des sinistres financiers importants – sur l'opportunité de séparer, d'une manière ou d'une autre, les activités de marché et les activités de détail. Il ne fait aucun doute que les activités véritablement déconnectées des besoins réels, purement spéculatives, devraient être mises à l'écart et même, idéalement, complètement interdites. Mais il ne fait pas plus de doute que la grande majorité des activités de financement et d'investissement des banques françaises ne relèvent pas de cette catégorie, et sont en réalité très utiles à l'économie réelle : les activités de teneur de marché pour les titres de dette publique ou des entreprises, la gestion des risques pris par les banques pour assurer un financement de l'économie de plus longue durée que celle des dépôts, ou encore la fabrication de produits de marché nécessaires à la gestion de l'épargne dans les OPCVM ou l'assurance-vie en sont des exemples. J'attire également l'attention sur une des caractéristiques du circuit français de l'épargne : en raison du développement de l'assurance-vie, des OPCVM et des produits d'épargne réglementée dont la collecte est largement centralisée à la Caisse des dépôts et consignations, en France, ce ne sont pas les dépôts qui financent les activités de marché, mais ces dernières qui sont nécessaires au refinancement des crédits. La Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel sont prêtes à contribuer à l'exercice de différenciation des activités bancaires, exercice qu'il conviendrait de mener de façon approfondie avant toute réforme.

L'économie française possède des atouts incontestables et souvent enviés. Sa démographie est plus dynamique que celle de la plupart de ses voisins ; la capacité d'innovation de ses entrepreneurs est reconnue ; son réseau d'entreprises est diversifié et comporte de nombreux leaders mondiaux ; son système financier est robuste et efficace ; sa main d'œuvre professionnelle est d'une grande qualité ; et sa capacité à former des talents de haut niveau, en particulier dans le domaine scientifique, est indéniable.

Mais la France a laissé se développer au cours des dernières décennies de graves faiblesses, qui expliquent la lente détérioration de sa position économique en Europe et dans le monde. Incapable de maîtriser ses finances publiques, elle se fragilise. Insuffisamment

attentive à l'évolution de sa compétitivité, elle laisse lentement glisser sa capacité à produire et à exporter, provoquant une hausse du chômage tout particulièrement des jeunes et des moins qualifiés. Tout en proclamant son attachement à son modèle social, notre pays laisse perdurer un déficit qui le condamne s'il n'y est pas remédié au plus vite.

La crise de la zone euro a révélé les dangers de l'endormissement des membres de l'Union économique et monétaire, tant en ce qui concerne la bonne gestion des finances publiques que la compétitivité et l'emploi. Dangers pour eux-mêmes ; dangers pour la zone dans son ensemble.

C'est le moment pour nos économies de devenir plus compétitives, plus cohérentes entre elles et mieux insérées dans l'économie mondiale. Comme pour l'ensemble de la zone euro, les grandes lignes des réformes à mener en France paraissent claires. Tenir sans aucun écart notre plan de rééquilibrage des finances publiques pour assurer la confiance des investisseurs, des entreprises et des ménages. Réformer notre marché du travail, notre politique d'éducation et de formation professionnelle. Et, plus généralement, procéder aux réformes structurelles susceptibles de maximiser la création et le développement des activités productives et des emplois, de façon à relever le taux de croissance potentiel.

Paris, le 9 juillet 2012



Christian NOYER