Discours de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France

TOKYO – 3 octobre 2011

Je suis très heureux d'être aujourd'hui parmi vous à l'heure où le monde connaît une période de grandes turbulences économiques et alors que le Japon a vécu en cette année 2011, une série de catastrophes particulièrement cruelles. Comme vous le savez, j'ai un profond attachement pour votre pays et nous, Français, souhaitons témoigner de notre solidarité dans cette série d'épreuves.

Je tiens à remercier sincèrement les organisateurs de ce colloque, qui s'annonce passionnant, de me donner ainsi l'occasion de m'exprimer devant vous.

Je remercie le Canon Institute for Global Studies et son président, mon ami le Gouverneur Fukui. Je remercie également la Fondation France-Japon de l'EHESS et son directeur, Sébastien Lechevalier. La Banque de France a été, en 2009, l'un des premiers soutiens institutionnels de cette Fondation, dont la mission – promouvoir les échanges intellectuels et humains entre le Japon et la France, nous tient particulièrement à cœur. Nos deux pays ont beaucoup à apprendre l'un de l'autre et beaucoup à gagner à une collaboration plus poussée. Je suis donc vraiment ravi de cette initiative.

Au cours des deux derniers mois, des changements importants sont survenus au sein de l'économie mondiale. Les perspectives de croissance des économies avancées se sont nettement détériorées, les marchés sont de plus en plus volatils et les indices de confiance ont chuté.

Les nouvelles révisions à la baisse de la croissance aux États-Unis ont certainement joué un rôle à cet égard. Mais surtout, deux chocs se sont produits presque simultanément : aux États-Unis, il a été extrêmement difficile de parvenir à un accord sur le relèvement du plafond de la dette et, en Europe, on a reconnu que la Grèce, pays membre de la zone euro et de l'OCDE, ne serait pas en mesure d'honorer pleinement ses engagements, à moins d'une participation volontaire du secteur privé à son refinancement. Aux yeux du marché, ce constat a eu des implications importantes pour d'autres États de la périphérie de l'Europe.

Dans l'ensemble, la capacité des grands pays avancés à rembourser leur dette souveraine a été mise en doute. De différentes manières, à des degrés divers et avec des conséquences opposées, c'est la même question que l'on pose aujourd'hui de part et d'autre de l'Atlantique : quel est le risque attaché à la dette souveraine ? Nous considérions que la dette publique des grands pays était un actif sans risque. Ce n'est plus le cas, plus dans la même mesure.

En ce sens, on assiste à un véritable changement de régime, avec des conséquences profondes et durables, auxquelles je consacrerai ma réflexion d'aujourd'hui. Naturellement, mes propos seront surtout centrés sur l'Europe, mais j'adopterai également une perspective plus globale.

Au cours des soixante-dix dernières années, les marchés financiers ont développé une hypothèse forte, quoiqu'implicite. La dette publique des économies avancées était considérée comme sans risque. Sur cette base, il a été possible de bâtir toute une architecture de prix d'actifs, dont le degré de risque relatif est déterminé en fonction des caractéristiques intrinsèques des actifs et de l'appétence des investisseurs pour le risque. Le mot important ici est « relatif ». Pour valoriser les actifs financiers, les marchés ont besoin d'une base : un taux sans risque. Or, cette base a été ébranlée.

Les conséquences immédiates de cette situation semblent bénignes aux États-Unis. Les marchés ont jugé, à juste titre à mon sens, qu'il n'y avait actuellement aucune alternative à la dette américaine comme marché le plus liquide et qui reste la référence ultime à l'aune de laquelle le risque peut être évalué. En réalité, la dégradation de la dette des États-Unis a été suivie de nouveaux flux d'investissements en bons du Trésor et d'une baisse des taux d'intérêt américains sur l'ensemble de la courbe des rendements. Dans le même temps, toutefois, un climat d'incertitude omniprésente s'est créé, qui pourrait expliquer le recul prononcé de la confiance et des cours des actions ces dernières semaines. En Europe, bien entendu, le risque de crédit souverain a eu des conséquences plus immédiates et plus dramatiques, avec une hausse brutale des écarts de taux sur la dette souveraine des pays de la périphérie à la suite de la déclaration des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, le 21 juillet dernier.

Il reste difficile de prévoir comment, à plus long terme, les marchés évalueront la soutenabilité de la dette dans les différents pays. Cette évaluation dépend d'un processus complexe dans lequel, de pair avec les fondamentaux économiques, des probabilités subjectives, des croyances auto-réalisatrices et d'autres influences jouent un rôle majeur. La certitude que la dette serait intégralement remboursée constituait dans le passé un point d'ancrage solide des perceptions du marché. Cette certitude ayant disparu, la soutenabilité de la dette pourrait bien reposer à l'avenir sur une base plus fragile et volatile.

Comme nous le savons tous, la soutenabilité de la dette dépend de trois variables : l'excédent primaire, le taux de croissance et le taux d'intérêt. La relation entre ces trois paramètres et la dette peut être exprimée par une équation simple, la fameuse « arithmétique déplaisante ». Il semble donc assez facile d'évaluer la soutenabilité. En ce qui concerne la dette souveraine européenne, nombre d'économistes et d'analystes de marché se contentent de l'hypothèse d'une croissance durablement faible et de taux d'intérêt constamment élevés dans les pays de la périphérie, ce qui les conduit à conclure catégoriquement à la non-soutenabilité de la dette. Une version (légèrement) plus élaborée et développée de cette hypothèse prend en compte l'impossibilité pour les économies de la zone euro de déprécier leur taux de change, ce qui les enfermerait dans un équilibre de faible compétitivité et d'absence de croissance.

À mes yeux, ces analyses posent trois grands problèmes.

Tout d'abord, l'hypothèse relative à la compétitivité ne tient pas la route. Prenons l'exemple du Royaume-Uni. Son taux de change effectif réel s'est déprécié de 23 % au cours des quatre dernières années. Et ses exportations ont enregistré une croissance robuste, de 15% en termes nominaux, au cours des six premiers mois de 2011. Or, l'Italie, l'Espagne et la Grèce ont obtenu des résultats encore meilleurs, leurs exportations affichant des progressions de, respectivement, 16 %, 19 % et 37 % sur la

même période, et, naturellement, sans ajustement de taux de change. Il est par conséquent trop simpliste d'assimiler compétitivité et dépréciation du taux de change. Cela ne signifie pas pour autant que les efforts visant à améliorer la compétitivité dans de nombreuses parties de la zone euro ne doivent pas être renforcés. Mais cela montre, en tout état de cause, que cela peut être réalisé de manière très efficace par le biais d'ajustements internes appropriés.

Deuxièmement, les données agrégées comme les données nationales ne permettent pas de conclure à une insoutenabilité généralisée et inévitable des pays situés à la périphérie de l'Europe.

Le déficit budgétaire agrégé de la zone euro s'établira à 4,1 % environ en 2011, soit moins de la moitié de celui du Royaume-Uni ou des États-Unis. Il en va de même pour la dette publique, qui atteint 85 % dans la zone euro, alors qu'elle va bientôt franchir la barre des 100 % aux États-Unis.

La zone euro est également la seule grande union monétaire présentant des comptes extérieurs en équilibre, ce qui constitue un facteur essentiel de robustesse et une garantie solide de solvabilité à long terme.

Les pays de la périphérie sont également en train d'améliorer leurs fondamentaux. En 2011, le déficit primaire de l'Espagne sera de l'ordre de 4,7 %, soit la moitié de celui des États-Unis et du Royaume-Uni. L'Italie sera l'une des très rares économies avancées à dégager un excédent primaire dès l'année prochaine. Ces deux pays ont annoncé et adopté d'importants programmes d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles en vue d'équilibrer leur budget d'ici 2013. L'Irlande donne l'exemple parfait qu'un pays présentant un déficit et des taux d'intérêt très élevés peut inverser la tendance s'il fait les efforts nécessaires. Le déficit irlandais va revenir de 32 % en 2010 à 10 % environ en 2011, ce qui va au-delà des exigences du programme de l'UE et du FMI. Dans le même temps, la croissance est de retour et sera probablement de l'ordre de 2 % cette année.

Le troisième problème, plus subtil, a trait à la solvabilité et à la liquidité. Lors des périodes difficiles, les États, comme les institutions financières, peuvent être soit illiquides, soit insolvables, ou les deux à la fois. Dans de nombreux cas, cette distinction est floue. Lorsque l'incertitude est élevée, les États sont confrontés à des pénuries de liquidité et n'ont pas d'autre choix que d'émettre de nouveaux titres de dette à des taux d'intérêt constamment plus élevés, ce qui amène à douter de leur solvabilité finale, déclenchant ainsi une spirale négative. Ce processus est clairement à l'œuvre dans les pays de la périphérie de l'Europe, notamment en Espagne et en Italie, depuis début août.

En résumé, la solvabilité souveraine est partiellement endogène. La solidité des fondamentaux est absolument nécessaire, mais ne constitue pas toujours une condition suffisante. Lorsqu'on les laisse se développer, les spirales de liquidité peuvent enfermer un pays, exactement comme une institution financière, dans un mauvais équilibre.

Quelle est, par conséquent, la réaction appropriée de la part des autorités? Nous avons débattu en permanence de cette question en 2009 et en 2010 à propos des institutions financières. Nous sommes maintenant confrontés à la même question en ce qui concerne le risque souverain.

La réponse standard est double. En premier lieu, il faut renouer avec des fondamentaux solides. Pour les pays européens, cela signifie qu'il faut revenir à une situation budgétaire soutenable, ce qui nécessite, dans la plupart des cas, un excédent primaire substantiel. Les efforts qu'il faut déployer sont désormais plus importants en raison des doutes relatifs à la capacité des États de faire face à leurs

obligations. En second lieu, lorsque la solvabilité est assurée, un soutien en liquidité est nécessaire afin de garantir que les mauvais équilibres ne pourront pas se développer.

L'origine de ce soutien constitue une question clé du débat actuel. Dans la plupart des pays, à l'exception notable de la zone euro, des politiques monétaires non conventionnelles ont conduit les banques centrales à acheter des montants considérables de dette publique : ces achats représentent 51 % de la dette totale émise depuis 2009 au Royaume-Uni, 21 % aux États-Unis et 7,6 % dans la zone euro, où ils ont été totalement stérilisés. Même si cela n'était pas son objectif premier, cette orientation a contribué à donner aux marchés une garantie, ou même une assurance, contre un éventuel assèchement de la liquidité. Dans tous les pays où les autorités monétaires ont acheté d'importants montants de dette, les taux d'intérêt à long terme ont été maintenus à des niveaux très faibles, indépendamment de leur situation budgétaire.

En revanche, les achats de dette souveraine par l'Eurosystème sont demeurés extrêmement limités et le resteront. Nos objectifs sont clairement circonscrits : il s'agit d'éviter les perturbations du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Tout soutien durable en liquidité doit provenir des gouvernements. C'est pour cette raison que nous avons demandé davantage de flexibilité pour le FESF et que nous accueillons très favorablement les décisions prises à cet égard le 21 juillet dernier. La question de savoir si les montants sont suffisamment élevés est affaire de jugement. Il ne serait pas réaliste d'attendre une augmentation du FESF lui-même mais, en ce qui me concerne, je suis favorable à tout mécanisme qui permettrait de donner un effet de levier aux engagements existants afin de fournir une plus grande capacité d'intervention.

Pour le moment, l'assurance fournie par la plupart des autorités monétaires peut sembler négligeable, l'inflation devant rester faible sur l'horizon des prévisions. Mais cet équilibre pourrait être instable dans un autre contexte d'inflation. Tandis que les marchés récompensent actuellement les pays qui rendent liquide la dette publique, ils semblent être conscients de certains « risques de perte extrême » liés à l'inflation et se protègent par l'achat d'or et de francs suisses, dont les cours ont atteint des records historiques.

À ce stade, par conséquent, la zone euro paie une double facture : l'une pour ses erreurs et l'autre pour ses vertus. L'erreur, de la part des gouvernements, a été d'autoriser pendant une décennie l'accumulation de la dette par le biais de politiques budgétaires insoutenables, et ensuite de créer *ex nihilo* un doute sur leur capacité à rembourser cette dette. Et nous payons également la facture pour notre vertu et notre refus de rendre notre dette liquide par une monétisation massive de nos déficits budgétaires.

Notre vertu sera-t-elle finalement récompensée ? Je le crois, et pour expliquer pourquoi, il faut se placer dans une perspective à plus long terme. Au cours de la prochaine décennie, le monde sera divisé en deux : d'un côté, les économies avancées, présentant une capacité d'absorption élevée, une épargne faible et une dette importante avec des ratios se situant entre 85 % et 100 % ; de l'autre, les économies émergentes, caractérisées par une épargne élevée, un faible endettement (environ 30 % du PIB en moyenne) et une capacité d'absorption moindre. Notre prospérité commune dépendra par conséquent de notre capacité à mettre en place des canaux et des mécanismes d'intermédiation financière stables entre ces deux parties du monde. Il faudra donc absolument disposer d'actifs pouvant être considérés comme des réserves de valeur sûres. Comme je le dis depuis le début, la dette publique pourrait ne pas jouer ce rôle dans la même mesure que par le passé. L'ultime actif sûr sera par conséquent la monnaie elle-même. Les marchés et les prêteurs feront confiance aux monnaies qui, quelles que soient les

circonstances, sont gérées en fonction d'une priorité essentielle : préserver la stabilité des prix et la valeur intrinsèque de l'unité monétaire. Pour cette raison fondamentale, nous pouvons envisager l'avenir de l'euro avec un optimisme solide et réaliste. À mes yeux, la récente décision de la banque centrale suisse d'ancrer le franc suisse à l'euro le confirme.

Quelques mots à présent sur le secteur bancaire et, bien entendu, sur les banques françaises. Tout d'abord, les banques ont été affectées dans toutes les économies avancées par la révision à la baisse des perspectives de croissance. Depuis août, les primes sur les CDS et les *spreads* BOR-OIS ont augmenté dans toutes les régions, même si cette évolution a été plus marquée en Europe, signalant ainsi une forte montée du risque de contrepartie au niveau mondial. De la même manière, les cours des actions bancaires ont fortement chuté partout. La surréaction des cours boursiers peut s'expliquer par un simple mécanisme d'amplification : un ralentissement de la croissance signifie une diminution des bénéfices et donc des prévisions de dividendes plus faibles. Dans le même temps, les banques sont dans l'obligation de constituer des volants de fonds propres supplémentaires, ce qui pèse encore davantage sur leur ratio de distribution. Les perspectives en matière de dividendes sont ainsi doublement affectées, ce qui explique pourquoi les cours des actions réagissent actuellement si fortement aux nouvelles défavorables concernant la croissance. Ce mouvement mondial a été plus accentué en Europe en raison d'une troisième incertitude, liée aux expositions des banques au risque souverain périphérique.

En outre, les banques françaises ont souffert de deux vulnérabilités spécifiques, l'une bien réelle, l'autre exagérée. La vulnérabilité réelle a trait à leur dépendance vis-à-vis des financements en dollars, liée à l'importance de leurs activités internationales, situation qu'elles ont peut-être trop tardé à traiter efficacement. Elles sont actuellement en train d'y remédier par le biais à la fois d'un désendettement et d'une réduction de leurs bilans. Dans le même temps, afin de faciliter la transition, comme le problème concerne plus largement les institutions européennes, l'Eurosystème, en collaboration avec d'autres banques centrales dans le monde, a décidé de procéder à trois opérations spéciales d'apport de liquidité en dollar avec une échéance à trois mois.

Plus exagérées sont les inquiétudes concernant l'exposition des banques françaises au risque souverain des pays périphériques. Permettez-moi simplement d'indiquer quelques faits et quelques chiffres : l'exposition totale des grandes banques françaises au risque souverain des pays dits « périphériques » représente 60 milliards d'euros, soit seulement une fraction limitée de leurs fonds propres durs. La politique de refinancement de l'Eurosystème assure une allocation illimitée de liquidité et le total des garanties apportées par les banques françaises s'élève à 600 milliards de dollars d'actifs éligibles.

J'observerai que ces deux points de « vulnérabilité » sont une conséquence de l'internationalisation des activités bancaires. Il y a quelque chose de paradoxal à une situation dans laquelle des banques mondialisées, aux activités diversifiées et aux modèles d'activité équilibrés sont perçues comme étant plus risquées que des institutions plus spécialisées.

Permettez-moi à présent de conclure. En ces périodes de turbulences, l'Europe joue un rôle particulier et doit assumer une responsabilité particulière. Nous sommes à l'épicentre de la crise et pleinement conscients de la nécessité de prendre et de mettre en œuvre les bonnes décisions. Comme en 2009, toutefois, la crise en elle-même est de nature plus globale. Une nouvelle incertitude est apparue et l'interaction entre les marchés et les gouvernements est devenue plus complexe et plus dangereuse. Nous vivons en démocratie et devons accepter que les décisions politiques suivent leur cours et obéissent à leurs propres contraintes. Dans tous nos pays, l'augmentation de la dette publique et

l'instabilité des finances publiques suscite une énorme inquiétude, d'où la plus grande difficulté à prendre les décisions nécessaires. Il y a, néanmoins, de bonnes raisons d'être optimiste. Du côté de l'offre, nos économies sont robustes et dynamiques. Les bilans des entreprises sont très solides. Les économies émergentes réunissent les conditions nécessaires pour bénéficier d'une croissance soutenue et durable au cours des années à venir. Surtout, la communauté des nations semble prête à faire face aux défis extraordinaires auxquels nous sommes confrontés. De retour des réunions annuelles du FMI et de la Banque Mondiale, je suis frappé par l'esprit de cohésion et par la volonté de coopérer de l'ensemble des participants. Comme vous le savez, les banques centrales elles-mêmes coopèrent en permanence pour assurer le suivi de la situation et agir si nécessaire, comme elles l'ont fait récemment pour fournir des financements en dollars aux banques internationales. Cet esprit de cohésion est notre meilleur atout dans le contexte actuel. Nous comptons tous sur des nouvelles avancées en matière de coopération internationale à l'occasion du sommet des chefs d'État du G20, à Cannes, en novembre prochain.