



## **L'analyse de la crise et de ses conséquences**

**Transcription de l'entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France  
avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA**

Émission « La Rumeur du monde », France Culture, le 7 février 2009

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

L'analyse de la crise et de ses conséquences avec Christian Noyer, le gouverneur de la Banque de France, qui nous fait l'amitié d'être avec nous aujourd'hui, que je remercie très vivement de nous accorder ce moment pour tenter d'éclairer un petit peu ce qui se passe, d'aller plus avant dans l'explication des mouvements qui affectent aujourd'hui l'ensemble des économies et sur les moyens d'en sortir.

Donc avec vous, Christian Noyer, nous allons envisager au fond la crise sous trois angles. D'abord la crise bancaire et ses conséquences parce que manifestement la crise bancaire n'est pas terminée...la crise du système bancaire, et ce malgré les opérations de renflouement successives qui ont été opérées par les gouvernements et qui continuent d'être opérées par les gouvernements, certains allant même jusqu'à prendre des participations, voire des quasi-nationalisations de certaines banques comme en Grande-Bretagne. La relance, les relances : est-ce que l'on peut faire confiance aux politiques qui misent justement sur différents plans de relance, le principal étant évidemment le plan américain qui est en discussion devant le congrès des États-Unis, pour sortir de cette spirale négative dans laquelle les économies sont entrées. Et puis évidemment avec vous Christian Noyer, l'euro, le sort de la monnaie ; pas seulement le sort de la monnaie elle-même mais le sort de la zone euro puisque la période récente a été marquée par la marque de différentes inquiétudes sur la zone euro non pas en tant que telle mais à partir de la situation d'au moins deux de ses membres, l'Irlande et la Grèce, qui apparaissaient comme les pays les plus fragiles de la zone euro et on commençait à se demander si tout cela ne retentirait pas sur le sort de la zone elle-même même si aujourd'hui, les inquiétudes semblent assez largement apaisées.

Maintenant on va voir tout cela avec vous, je vais laisser la parole pour démarrer cet entretien à Jean-Claude Casanova.

## **JEAN-CLAUDE CASANOVA**

Je suis d'accord avec vous, Jean-Marie, sur les trois grands thèmes : la banque, la finance d'un côté, la récession et la relance de l'autre ; et la zone euro. Mais je voudrais interroger le gouverneur s'il le permet sur le premier thème parce que c'est celui pour lequel au fond le public a les plus grandes difficultés de compréhension ; c'est normal d'ailleurs, la monnaie et la finance sont des choses plus abstraites que les biens réels, les produits industriels ou même que les exportations et les importations et donc la compréhension est difficile mais en même temps la compréhension est nécessaire parce que la monnaie et la finance d'une certaine façon, c'est la chair de l'interdépendance. Les hommes sont interdépendants entre eux, il n'y a plus d'autosuffisance, ils sont interdépendants internationalement et si j'ose dire : plus on est interdépendant, plus la division du travail se répand et plus le besoin de finances s'accroît. C'est exactement comme si la division du travail national ou international était un squelette et que pour que ce squelette tienne, le système musculaire et presque d'une certaine façon le système nerveux est fourni par la monnaie et la finance ; et donc ce qui affecte la chair évidemment est plus difficile à comprendre et d'une certaine façon plus douloureux.

Alors la question que je voulais vous poser, c'est : est-ce que les difficultés bancaires ou financières sont les mêmes dans tous les pays, est-ce qu'il y a des degrés différents de maladie ou de difficultés : États-Unis, Grande-Bretagne, Europe continentale ; et dans les remèdes qui sont apportés, est-ce que la panoplie des remèdes ne couvre pas des opérations très différentes, ce qui fait que l'agrégation des chiffres – ces chiffres énormes, des centaines de milliards, etc. – donne un peu l'illusion au public qu'il y a des transferts gigantesques, c'est-à-dire qu'on prend l'argent des contribuables et qu'on le met dans la poche des banquiers ; en fait j'ai l'impression qu'on additionne des choses extrêmement différentes et que pour bien comprendre ce qui se passe, comme disait Rousseau, il faut beaucoup de mots et moins de choses que dans certains discours publics.

## **CHRISTIAN NOYER**

Merci beaucoup de m'avoir invité. Je vais essayer de répondre à cette question qui n'est pas très facile mais qui est en effet tout à fait fondamentale.

Les situations sont en effet très différentes d'un pays à l'autre, d'une zone à l'autre, tout simplement parce que les risques ou les pertes auxquels les banques sont exposées dans leur propre pays sont d'une nature très différente. Si vous prenez les États-Unis, le pays d'où la crise est partie, la fameuse crise des *subprime* qui n'étaient rien d'autre que des crédits immobiliers distribués à des gens qui n'étaient pas solvables, sur la base de l'espoir que les valeurs immobilières ne cesseraient d'augmenter et donc que ceux qui ne pourraient pas

rembourser pourraient le faire en vendant leur bien et se relogeraient ailleurs ; le jour où le marché immobilier se renverse, évidemment toute la pyramide s'écroule. Il est clair que les banques américaines qui étaient directement exposées à ce risque ont un choc d'une ampleur très grande et sont exposées à des pertes sur leur activité de base qui sont assez importantes. Leur activité de base, c'est quelquefois des instruments un peu analogues à nos Sicav qu'elles sponsorisaient, qui ont investi dedans et dont elles ont dû assurer le refinancement et donc reprendre les pertes à leur compte. Et donc il n'est pas étonnant que la finance américaine soit très exposée à ce type de risques. Un peu de façon analogue, on a trouvé au Royaume-Uni un financement de l'immobilier qui était un petit peu construit sur le même modèle ; je dis un petit peu, ça n'allait pas aussi loin, c'était dans la plupart des cas des organismes réglementés et surveillés qui le faisaient mais sans doute insuffisamment réglementés, insuffisamment surveillés, alors qu'aux États-Unis on avait même des zones d'activités financières qui n'étaient pas du tout réglementées et pas du tout surveillées.

Quand vous revenez à un pays comme la France, notre marché du financement de l'immobilier, il est fondamentalement sain, c'est-à-dire que nos banques ont prêté aux emprunteurs pour l'achat de leur logement, sur la base de leurs revenus, d'un pourcentage de leurs revenus, donc en faisant l'hypothèse qu'ils ne rembourseraient pas en vendant leur bien mais qu'ils rembourseraient en y affectant une partie de leur salaire, de leurs revenus réguliers. Et donc c'est un financement qui était assez sain. Et donc nos banques, elles, ne sont pas exposées de façon générale au risque de non remboursement sur le financement de l'immobilier ; et donc elles ne sont touchées qu'indirectement. Elles ne sont touchées que parce que le système financier bancaire mondial est interdépendant et que, quand il y a un problème dans un pays, les banques qui se prêtent les unes aux autres, qui travaillent sur des instruments financiers pour pouvoir couvrir différents types de risques, sont exposées aux pertes et aux risques qui se produisent dans d'autres parties du monde. Mais comme ce n'est pas le cœur de leur activité, elles sont beaucoup moins touchées. Donc, en résumé, toutes les banques du monde sont touchées mais les nôtres, bien qu'elles aient une activité internationale assez importante, sont beaucoup moins touchées. Donc en effet, la situation est très différente.

La situation étant très différente, ce qui se passe sur les résultats des banques est d'une ampleur en effet très différente aussi. Concrètement, on a vu, dans certains pays, des banques qui avaient des pertes nettes qui étaient telles qu'elles avaient besoin d'être recapitalisées fortement ce qu'on appelle en fait des banques en difficulté — pour lesquelles il faut qu'un actionnaire recapitalise. Si les actionnaires anciens, habituels, si le marché n'est pas prêt à recapitaliser, compte tenu de l'importance d'une banque pour l'ensemble de l'économie — ce que vous disiez, Monsieur Casanova, certains disent « c'est le système sanguin », vous avez pris plutôt l'exemple du système nerveux ou de la chair qu'on met sur le squelette mais de toutes façons, on voit bien que c'est un organe vital pour le fonctionnement d'une économie — et donc quand personne d'autre ne le fait, les États interviennent pour éviter ce risque mortel pour l'économie. Alors on a vu dans certains pays les États prendre la majorité du capital, c'est-à-dire en fait recapitaliser complètement une banque qui avait perdu son capital. Ça c'est vraiment une intervention de sauvetage.

---

<sup>3</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

## ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Et là il y a transfert de fonds...

## ***CHRISTIAN NOYER***

Et là il y a transfert de fonds, c'est-à-dire que l'État, donc le contribuable, prend le risque. La banque a perdu son capital, elle risquerait d'être en faillite s'il n'y avait pas d'intervention publique ; il y a une intervention publique, évidemment l'État apporte ses conditions. Il y a toutes les gammes de la gradation évidemment, jusqu'à la faillite — peut-être que le mot que j'ai utilisé est un peu fort — disons qu'il y a des banques vraiment en difficulté, où il y a une vraie recapitalisation très forte, où l'État, donc le contribuable, prend le risque de la banque avec l'espoir un jour de pouvoir la revendre, de pouvoir récupérer son argent. Mais c'est un espoir qui repose sur un succès très grand de la banque ainsi reprise.

En France, on n'est pas du tout dans cette situation parce que le système bancaire français, c'est-à-dire si je prends les six ou sept grandes banques françaises – ce serait pareil si je prenais la totalité d'ailleurs – ont été bénéficiaires l'an dernier. Alors je ne fais pas de prédictions sur l'arrêté des comptes de telle ou telle mais si je prends l'ensemble, sur les six premiers mois de l'année, elles avaient gagné je crois... les grands groupes avaient gagné ensemble sept milliards d'euros. On sait que la fin de l'année a été très difficile mais malgré tout il y a déjà deux ou trois grandes banques qui annonçaient des bénéfices de l'ordre de grandeur de deux à trois milliards d'euros chacune pour l'année, donc on voit bien qu'elles ont traversé cette année-là en restant bénéficiaires. Des niveaux de bénéfices qui ont très fortement diminué par rapport aux années précédents mais enfin elles restent positives. Donc elles auraient pu très bien survivre sans que l'État n'intervienne.

## ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

Oui parce que justement, même si la situation des banques est très différente, le point commun c'est que partout il est question de les renflouer, alors peut-être dans une moindre mesure chez nous ; mais au cœur de l'incompréhension actuelle qui marque l'opinion publique, il y a l'idée qu'en effet on déverse des milliards vers les banques et qu'en revanche, pour la situation du travailleur lambda, il n'y a rien ou presque. Donc comment expliquer ce phénomène ? Alors le président de la République jeudi soir a tenté de le faire en expliquant qu'au fond le mouvement de l'État vers les banques consistait davantage à travers d'ailleurs les banques centrales probablement, à prêter de l'argent au système bancaire, lequel portait intérêts. Donc *in fine* l'État allait récupérer de l'argent et cet argent, le président de la République a annoncé qu'il l'affecterait au traitement social de la crise. Néanmoins ça reste quand même un processus difficile d'accès,

---

4 Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

assez mystérieux pour le commun des mortels d'abord parce qu'on n'a pas l'habitude de ce genre de situation, de ce genre de crise, on n'a pas l'habitude non plus qu'autant de chiffres soient maniés et donc il est toujours assez difficile de s'y retrouver.

### ***CHRISTIAN NOYER***

J'ai trouvé personnellement le président de la République assez didactique, je ne suis pas sûr d'arriver à faire mieux mais peut-être que je vais prendre les choses sous un angle complémentaire pour dire comment moi je crois qu'on peut résumer ces opérations. Si l'État a proposé d'intervenir sur le refinancement des banques, c'est parce que les banques nous ont dit, ont dit à la Banque de France, ont dit à l'État : le marché financier aujourd'hui ne nous permet plus de lever des ressources. Lorsque nous faisons, nous les banques... lorsque les banques font des prêts au logement par exemple ou lorsqu'elles font des prêts d'investissement aux entreprises, elles ont besoin d'avoir au moins une partie de leurs ressources, de leur refinancement qui n'est pas un refinancement au jour le jour ou de dépôt à la quinzaine mais qui est un financement un peu plus long sinon leur bilan serait totalement déséquilibré. Quand on fait un prêt à dix ans, à quinze ans, même à cinq ans, il faut avoir au moins en partie des ressources longues pour avoir un bilan équilibré. Autrefois, qu'est-ce qu'elles faisaient avant la crise, elles émettaient des obligations sur le marché ; et puis elles augmentaient leur capital ou elles complétaient leur capital par des instruments un peu intermédiaires entre les actions et les obligations de façon à pouvoir accompagner le développement de leurs crédits. Depuis le début de la crise et notamment depuis le mois de septembre, le marché financier n'a pas permis de lever ces ressources ; les banques du monde entier et en France en particulier ne trouvent pas ces ressources. Pourquoi est-ce qu'il n'y a plus de souscripteurs ? Parce que les épargnants que nous sommes tous, ont eu tendance d'une façon générale, à aller vers des instruments très simples, très sûrs et à très court terme. Alors tout le monde s'est précipité vers les livrets...

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

Le Livret A notamment... qui a un grand succès...

### ***CHRISTIAN NOYER***

Mais quand on se précipite sur le Livret A plutôt que d'aller souscrire des parts de Sicav obligataires, qu'est-ce que ça veut dire concrètement ? Ça veut dire que soit on prête à la Caisse des Dépôts à travers

---

<sup>5</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

les Caisses d'Épargne ou La Poste ou même dans toutes les banques, soit on prête aux banques elles-mêmes mais en laissant son argent qui peut être retiré à vue. Donc la banque n'a plus de ressources longues. Elle ne reçoit plus la capacité d'avoir des fonds par des levées obligataires. Et donc la banque dit : moi je peux très bien survivre mais je ne peux plus faire ces crédits longs nouveaux ; je peux peut-être renouveler ceux qui me sont remboursés mais je ne peux pas augmenter mon crédit parce que je n'ai plus accès à des ressources obligataires. Et donc que fait l'État ? L'État dit simplement : je vais remplacer le marché défaillant, c'est-à-dire nous tous épargnants qui ne voulons plus souscrire des obligations, je vais les souscrire à la place des épargnants ; et je vais les souscrire moi, État, à la place des épargnants en empruntant à mon tour et nous, épargnants, nous disons « nous voulons bien prêter à l'État car on a confiance en l'État ou dans les sociétés garanties par l'État ». Et donc en fait l'État se substitue à un marché qui est provisoirement défaillant, aussi longtemps que le marché ne pourra pas refonctionner normalement.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Si vous le permettez, pour le préciser pour nos auditeurs : l'État émet des bons du Trésor et en contrepartie dans nos banques, une ligne de crédit à un certain taux.

### ***CHRISTIAN NOYER***

C'est exactement ça dans le mécanisme. Très précisément il a créé une société qui s'appelle la Société de financement de l'économie qui fait cela, qui émet avec la garantie de l'État et qui reprête aux banques exactement pour la même durée. Et c'est là qu'on revient à ce que disait le président de la République : ce sont des prêts faits aux banques et ils rapportent intérêt ; dans cette opération, l'État, par le truchement de cette société si on veut, emprunte de l'argent auprès de nous tous, indirectement : nos compagnies d'assurance dans nos contrats d'assurance vie, les parts de Sicav que nous pouvons avoir, etc. ; et puis cet argent est reprêté aux banques à un taux légèrement supérieur à celui auquel il est emprunté pour rémunérer l'État de son risque ; et c'est cette différence qui fait qu'à la fin, l'État retirera de ses bons et loyaux services, si on peut dire, une rémunération nette... un petit bénéfice qui, si j'ai bien compris le président, sera affecté à une partie du financement du plan de relance.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Il n'y a rien de plus logique, si on réfléchit en terme de système global, parce qu'au fond, c'est l'État qui présente le moins de risques, donc il peut être le prêteur en dernier ressort puisqu'on peut lui prêter de l'argent – là le risque est très faible – et donc d'une certaine façon c'est tout à fait logique. Ce n'est pas une modification fondamentale du système. L'État se substitue à un système défaillant sur le marché.

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

Alors Christian NOYER, en fonction de ce mécanisme que vous venez de décrire, normalement le système économique doit être réalimenté par les banques. Or on voit bien que beaucoup d'entrepreneurs petits, moyens, voire grands entrepreneurs se plaignent de ce que le système ne refonctionne pas. Alors les banques ont probablement comme réponse de dire : oui mais le marché interbancaire, c'est-à-dire le financement ou le refinancement des banques entre elles, ne refonctionne pas. Où en est-on exactement ? Est-ce que les circuits se remettent en mouvement un peu, beaucoup, pas assez ? Quelle appréciation peut-on avoir de la situation ?

### ***CHRISTIAN NOYER***

Alors d'abord, il faut bien se rendre compte que tout ne se fait pas en un jour. Je me souviens quand l'État a annoncé qu'il allait intervenir par ce mécanisme de refinancement ; il a dit à l'époque, on peut aller jusqu'à... dans la discussion au Parlement, jusqu'à 320 milliards de refinancement. Aujourd'hui la société de financement de l'économie, elle a dû mettre en place 28 milliards ; donc vous voyez qu'on est sur des montants beaucoup plus faibles que les chiffres très importants qu'on avait évoqués à l'époque, tout simplement parce que ça met du temps à se mettre en place, tout ne se fait pas instantanément, même avec la garantie de l'État, on ne peut pas lever des montants faramineux du jour au lendemain puisqu'il faut les emprunter. Et puis parallèlement la même chose s'est produite sur les fonds propres – l'État a mis en place une autre procédure pour alimenter en fonds propres les banques puisque pour augmenter leurs crédits, elles ont besoin d'augmenter aussi leurs fonds propres et on a le même phénomène sur le marché, on ne peut plus émettre d'actions aujourd'hui, le marché ne le permet pas et donc pour accompagner cette mise en place des crédits, il a fallu que l'État intervienne aussi.

Mais pour répondre précisément à votre question : aujourd'hui, d'abord, on ne peut pas constater un effondrement du crédit, ce n'est pas du tout la situation qui ressort tout simplement des statistiques de crédits que la Banque de France dresse et donc suit avec énormément d'attention. Si vous prenez par exemple

le crédit aux entreprises, nous sommes aujourd'hui en augmentation de volume des crédits par rapport à il y a un an. On est autour de 10 % ; entre 9,5 et 10,5 suivant qu'on corrige ou pas des variations saisonnières. Les statisticiens connaissent bien ces petites nuances mais disons qu'on est autour de 9-10 % d'augmentation du crédit et même si on prend sur la période de crise la plus sévère - c'est-à-dire les trois derniers mois de l'année 2008 qui était vraiment la période de très grande tension - on est sur des rythmes d'augmentation du crédit aux entreprises qui sont de l'ordre de 3 à 4 %. Donc on n'est pas du tout dans une situation d'effondrement du crédit. Simplement, la perception des entreprises, ça vient de multiples choses. Ça peut venir du fait que des prêteurs quelquefois avaient recours non seulement aux banques françaises mais à des banques étrangères qui ont pu se retirer du marché parce qu'elles ont leurs propres problèmes chez elles et donc il faut que les banques françaises se substituent, donc ce n'est pas toujours facile. Deuxièmement, certaines d'entre elles émettaient des obligations et se retrouvent confrontées à la même difficulté de ne plus pouvoir émettre des obligations ou d'émettre ce qu'on appelle des titres courts, des billets de trésorerie ; là aussi le marché est devenu un peu plus difficile. Bref, il peut y avoir toute une série de raisons pour lesquelles en réalité les banques augmentent leurs crédits et les entreprises ont l'impression d'avoir un peu plus de difficultés.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Mais est-ce que l'augmentation du crédit aux entreprises n'explique pas aussi l'effolement des entreprises si l'augmentation de crédit ne correspond pas à une augmentation de l'activité ou des ventes ?

### ***CHRISTIAN NOYER***

Alors ça c'est effectivement la difficulté supplémentaire à laquelle on se heurte : dans une économie qui ralentit très fortement ou qui instantanément est dans une phase de récession j'espère brève, le risque pour les banques devient plus important. Autrement dit, on peut difficilement demander aux banques — en tout cas ce n'est pas leur métier — de faire du crédit à une entreprise si elles sont persuadées que l'entreprise vit ses derniers moments et ne pourra pas échapper au dépôt de bilan. Et bien entendu, entre l'entreprise qui marche encore très bien et celle qui est dans d'extrêmes difficultés, il y a toute la gamme des difficultés passagères ou moins passagères d'entreprises dans une période à la fois de ralentissement économique très fort et où, dans certains secteurs d'activité, dans certains métiers, il y a des changements très importants à faire — changements structurels en quelque sorte — de produits, d'organisation auxquels les entreprises doivent faire face. Et donc, bien sûr, on sait que les entreprises doivent toujours convaincre leur banquier qu'il y a un espoir raisonnable d'être remboursé, pour obtenir un crédit ; ça devient un petit peu plus difficile dans une période où la conjoncture économique est très ralentie.

## ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

C'est pourquoi le gouvernement a mis en place un médiateur du crédit d'ailleurs, mais qui a beaucoup de difficultés à faire en sorte que toutes les entreprises ou tous les petits entrepreneurs ou moyens entrepreneurs soient satisfaits. Pour tenter de sortir de cette crise donc, la plupart des gouvernements mettent en place des plans de relance. Certains sont très spectaculaires comme aux États-Unis ou en Chine ; d'autres le sont moins ; en France, on accuse beaucoup le gouvernement de ne pas en faire assez ; l'Allemagne qui avait démarré un petit peu après tout le monde, a rattrapé un peu tout le monde parce que le plan de relance allemand finalement est beaucoup plus important que ce que l'on pensait. La Grande-Bretagne a mis en place un plan de relance mais a quand même quelques difficultés à ce que ce plan de relance donne des résultats, en tout cas on voit, même physiquement dans le paysage britannique, s'inscrire la crise parce qu'il y a de grandes enseignes de distribution qui ferment. Il y a une crise palpable, visible, beaucoup plus que sur le continent d'ailleurs. Donc Christian Noyer, vu de la Banque de France, comment appréciez-vous ces plans de relance ? La Banque de France est aussi une institution qui fait un peu de prévision, donc est-ce que dans vos prévisions, vous intégrez ou vous pouvez intégrer d'ores et déjà l'impact de ces plans de relance ou est-ce un exercice trop hasardeux aujourd'hui, Christian Noyer ?

## ***CHRISTIAN NOYER***

Bien entendu, dans nos exercices de prévisions, nous essayons d'intégrer les plans de relance et je dirais que les plans de relance sont une des raisons pour lesquelles nous espérons avoir une sortie de crise économique assez rapide. Il y a plusieurs raisons qui nous font penser qu'il n'est pas déraisonnable d'espérer sortir de la récession d'ici la fin de l'année et avoir à nouveau une croissance positive en fin d'année et l'année prochaine en moyenne. Et parmi ces raisons, il y a bien sûr le fait que la baisse du prix de l'énergie, du pétrole, des matières premières crée une baisse générale de l'inflation, facilite une baisse générale de l'inflation et donc ça, ça relance automatiquement le pouvoir d'achat des consommateurs et donc ça aide à la consommation. C'est un facteur de relance. Il y a la politique monétaire des banques centrales qui ont baissé leurs taux d'intérêt, qui ont fait énormément d'efforts pour qu'en abreuvant de liquidités le marché, la baisse des taux d'intérêt se transmette à l'économie réelle et on en voit des effets d'ores et déjà dans l'économie même si, en général, il y a des délais assez importants pour que nos impulsions de politique monétaire se transmettent. Là, ça va je dirais relativement vite. Et puis les plans de relance des États. Il est tout à fait légitime dans une période de très grand ralentissement économique, en l'espèce une période de récession, que les États modifient leur politique budgétaire pour relancer la machine. Donc on arrive à l'intégrer assez bien dans nos prévisions. Notre estimation, c'est que ce qui a été décidé aujourd'hui par l'État — ou ce qui a été décidé plus tôt — correspond en gros à 1,3 % du produit intérieur brut, c'est-à-dire que c'est un effet qui est quand même très significatif.

La grande question pour les économistes, quand il y a un plan de relance, c'est de savoir si ce que l'État met dans la machine va se traduire effectivement par un supplément d'investissement, de consommation, autrement dit de demande finale et donc de production finale, ou si ça va se perdre dans les sables soit parce que ce serait thésaurisé, soit parce que ça part vers l'extérieur du pays. Or il se trouve qu'à mon avis, le plan de relance, tel qu'il a été calibré par l'État français, a un effet de transmission très bon. Il a un très bon effet de transmission parce qu'il a été concentré d'abord sur l'investissement, notamment l'investissement en travaux publics, immobilier ou équipements technologiques assez avancés. Il y a un contenu en production en France qui est assez fort. Donc l'effet multiplicateur est bon. Et puis il est aussi bon parce qu'il a consisté essentiellement à avancer des dépenses qui étaient déjà prévues, programmées et donc étudiées par rapport au calendrier initialement prévu. Ca veut dire quoi ? Ca veut dire qu'il a un effet très rapide. Si on avait fait un plan de relance essentiellement en construisant des projets nouveaux, le temps de les sélectionner, de les étudier et de les mettre en œuvre, on aurait eu toutes les chances d'avoir une relance effective au moment où, j'espère, l'économie serait déjà repartie ; et donc ça aurait raté son objectif ; ça n'aurait pas anticipé ou fait avancer la reprise économique. Là, on a pris des projets qui étaient dans les cartons, déjà étudiés, déjà prêts, dont le financement était prévu dans un an, dans deux ans et on les a avancés en décidant de les faire tout de suite. Et comme ils sont prêts, ils peuvent être mis en chantier très très rapidement et donc ça a un effet de relance immédiate qui est très bon. Et enfin, donc, les investissements qui ont été choisis ont en général un contenu en emplois qui est assez important. Donc de notre point de vue, c'est un plan de relance qui doit avoir un effet assez fort sur la remontée de la production, donc de l'emploi.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Je comprends tout à fait... je ne dirais pas votre optimisme mais votre jugement, que doivent partager vos collègues gouverneurs des banques centrales en Europe et sans doute aussi Jean-Claude Trichet. Mais si j'essayais d'argumenter les inquiétudes qu'on pourrait opposer à cette vision qui est la plus satisfaisante pour nous — c'est en tout cas ce qu'il faut souhaiter et essayer d'obtenir — il y a deux choses où il y a peut-être des inconnues et je voudrais vous demander si on les appréhende mieux ou si on les comprend mieux parce qu'il y a un premier élément malgré tout relativement nouveau dans la crise actuelle, c'est son côté international. Il est plus facile de prévoir des effets de multiplication, des effets de relance sur un marché domestique qu'on connaît bien, où on a des chiffres antérieurs, etc. Mais je regardais hier les statistiques sur l'effondrement des exportations allemandes, le marché chinois, le marché brésilien, etc. On les connaît moins, donc l'ampleur du champ rend plus fragile la qualité de la prévision. Et d'autre part, il y a ce fameux problème que connaissent bien les économistes, qui est assez facile à formuler mais très difficile à résoudre, c'est ce que les économistes appellent d'un mot abstrait les anticipations. C'est-à-dire que les agents économiques, les entreprises, les particuliers, quand une politique économique existe, ne tiennent pas seulement compte de la politique économique aujourd'hui mais envisagent les effets que cette politique

---

<sup>10</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

pourra avoir à long terme et par exemple les agents économiques, les entreprises ou les particuliers, peuvent se dire : si l'État s'endette beaucoup, ça veut dire qu'à terme il sera obligé d'augmenter les impôts parce qu'il sera très endetté ou bien qu'il y aura de l'inflation et dès lors il faut que je fasse très attention en terme de consommation et d'investissement. Et c'est un problème très difficile de la politique économique parce que d'une certaine façon, la décision de politique économique, aussi claire soit-elle, crée chez les agents économiques la possibilité de comportement qui annule les objectifs de la politique économique. Alors je pense... que vos experts qui connaissent ça encore bien mieux que moi... est-ce que vous avez le sentiment que dans les calculs sur la relance, on maîtrise bien ces deux inconnues ?

### ***CHRISTIAN NOYER***

Oui, tout à fait. La question que vous posez est absolument fondamentale. D'abord il est tout à fait exact que si un pays faisait de la relance tout seul, dans une économie très mondialisée, l'effet pour lui-même serait faible. Donc ça doit marcher bien si tout le monde le fait, chacun en tenant compte des caractéristiques de son économie, de ce que sont les comportements de ses consommateurs, la situation de ses entreprises, ses points forts, ses points faibles. On n'est pas obligé de tous faire la même chose ; mais il faut qu'il y ait un mouvement global. C'est ce que dit le Fonds monétaire international : on s'en sortira vite si tout le monde relance et remet une certaine fraction de son produit intérieur brut dans la machine.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Et aujourd'hui il n'y a pas d'exception...

### ***CHRISTIAN NOYER***

Il n'y a pas d'exception et même les Chinois ont bien compris qu'en effet il fallait qu'ils arrêtent de penser que le surplus d'exportations allait les sauver cette fois-ci. Le marché aux États-Unis, en Europe, tend plutôt à se contracter — et c'est d'ailleurs un problème de voir les échanges ralentir — et donc ils ont compris qu'il fallait qu'ils augmentent leur demande interne, que ce soit par des grands travaux, que ce soit en améliorant la situation de leurs consommateurs, en donnant du pouvoir d'achat d'une façon ou d'une autre. Mais c'est la façon dont ils doivent relancer les choses. Alors, sur la seconde question qui est les anticipations et le risque d'une réaction des consommateurs, des entreprises, qui annule l'effet de ce que font les États, alors ça c'est absolument fondamental.

---

<sup>11</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

De mon point de vue en effet, il y a un risque très très fort qui est que les gens se disent : puisque les États vont s'endetter, ils ne pourront pas indéfiniment s'endetter ; un jour, il faudra bien qu'ils rétablissent l'équilibre de leurs finances publiques et s'ils ne savent pas rééquilibrer leur budget en réduisant les dépenses, eh bien ils augmenteront les impôts et donc je me prépare à cette situation où ils augmenteront les impôts en épargnant davantage. C'est la raison pour laquelle premièrement à mon avis il est plus efficace de relancer en faisant de l'investissement et donc en mettant les gens au travail, en distribuant des salaires à des gens qui autrement seraient privés d'emploi, que d'augmenter les salaires puisque l'augmentation des salaires, d'une façon ou d'une autre, elle peut être thésaurisée, elle peut être épargnée et si elle est épargnée, ça ne relance rien du tout. Donc c'est pour ça que je disais que le type de plan de relance que nous avons mis en place en France, à mon avis, me paraît déjà une réponse à ce risque, paraît plus efficace. Et puis il y a un autre point qui me paraît très important et que les États dans le monde en général n'ont pas encore vraiment traité mais je crois qu'il va falloir le traiter dans les mois qui viennent, c'est d'arriver à rassurer tous les citoyens sur le fait que les États ont une stratégie pour rééquilibrer leurs finances publiques après la crise et donc que les dépenses supplémentaires qu'on fait temporairement, le creusement des déficits est bien temporaire... et tout ceci pourra être remis en ordre très vite après la crise. Quand on fait d'ailleurs une accélération d'investissements qui étaient déjà prévus dans le futur, d'une certaine façon on commence à répondre à cela, c'est-à-dire qu'on ne crée pas un socle de dépenses permanentes, supplémentaires qu'il faudra bien un jour financer ; on répartit différemment dans le temps des dépenses qui auraient été prévues de toute façon. Mais je pense qu'il faut que les États, assez rapidement, aient un discours très clair et des explications assez claires sur la façon dont les finances publiques se rééquilibreront... le retour à des budgets équilibrés, à des sécurités sociales équilibrées, ça c'est très important pour donner confiance aux consommateurs.

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

Alors Christian Noyer, l'heure tourne malheureusement et nous approchons de la fin de cet entretien, donc je ne voudrais pas laisser passer cette émission sans évoquer le sort de la zone euro et de l'euro : on sait très bien, en tout cas je pense que c'est passé dans la conscience collective, que nous aurions été dans une catastrophe — vraiment celle-là extrêmement sévère — si nous n'avions pas été protégés par l'euro. D'ailleurs on n'entend plus trop de critiques sur l'euro. Non seulement on n'entend plus trop de critiques mais, en même temps, on voit des pays qui apparemment étaient réfractaires à l'euro et qui veulent maintenant furieusement se joindre à la zone euro. Néanmoins, quelques signes de faiblesse sont apparus parce qu'on sait que, dans la zone euro, les situations sont très différentes et que certains de ces pays sont frappés beaucoup plus durement par la crise, comme l'Irlande ou la Grèce. Donc, du coup, leur signature est plus difficile et donc leur solvabilité presque est, en tout cas sinon mise en question, du moins interrogée ; et donc voilà, la question était de savoir quel est le degré de solidité de cette zone euro, comment vu de la Banque de France – mais en même temps vous siégez au conseil de la Banque centrale européenne — comment analysez-vous les choses, Christian Noyer ?

---

<sup>12</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

### ***CHRISTIAN NOYER***

Alors de mon point de vue, la solidité de la zone euro est entière. Il n'y a aucun risque que les difficultés actuelles, même les difficultés budgétaires et donc de signature sur les marchés de certains pays, se traduisent par un affaiblissement de la zone euro. La sortie de la zone euro est impensable. Elle aurait des conséquences qui seraient dramatiques pour le pays qui le ferait et donc personne n'y songe et ça me paraît tout à fait en dehors de tout ce qu'on peut imaginer...

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Il n'y a qu'à voir tout ce que les Britanniques, dans la presse britannique, n'hésitent pas à...

### ***CHRISTIAN NOYER***

Bien entendu, c'est toujours tentant pour certains, qui essaient de défendre le choix qu'ils ont fait de ne pas le rejoindre. On voit aussi que le fait que ce soit débattu au Royaume-Uni veut dire que certains sont un peu moins sûrs d'eux sur la question de savoir s'ils n'auraient pas eu intérêt à rejoindre la zone euro. Il faut aussi raison garder quand on voit les dégradations de signature par les agences de notation. J'ai souvent vu dans la presse l'Espagne citée. Alors sans rentrer dans le détail des notations des agences de *rating*, la modification de la note de l'Espagne, en langage de collégien, ça veut dire passer de 20 sur 20 à 18 sur 20. Quand on en est à ce niveau-là, on n'est quand même pas encore tout à fait près du redoublement. Donc il y a une exagération qui est quand même, à mon avis, très excessive et même sur les cas que vous avez cités, qui sont d'ailleurs différents. L'Irlande a eu une très belle décennie, avec des excédents budgétaires, une réduction rapide de sa dette, c'est vrai que c'est une économie qui avait encore des zones de fragilité parce qu'elle reposait beaucoup sur un dynamisme auto-entretenu, un marché immobilier, des exportations très fortes ; donc dans la crise actuelle, elle est beaucoup plus fragile. Mais fondamentalement, c'est une économie qui est réactive, c'est un pays qui est réactif et là encore le jugement qui est porté sur ce pays reste dans une zone qui est assez bonne. La Grèce est sans doute un pays qui a plus de difficultés structurelles, plus de difficultés budgétaires ; il y a sans doute là aussi un effort de restructuration, de mise en ordre de ses finances publiques, qui n'est pas achevé, qui est important. Mais la Grèce reste quand même un risque dont beaucoup d'entreprises, même de très bonne qualité, rêveraient et donc il ne faut pas du tout penser qu'on est dans une situation difficile. En revanche, il y a des vrais problèmes à résoudre dans les pays que vous avez cités et d'autres pays ; je suis sûr que les gouvernements et les parlements vont s'y attaquer sérieusement, il n'y a pas le choix. Et c'est le rôle de la Commission européenne et des autres gouvernements. On se rencontre souvent dans l'Eurogroupe ou en conseil des ministres de l'Économie et des Finances pour

---

<sup>13</sup> Entretien de Christian NOYER, gouverneur de la Banque de France avec Jean-Marie COLOMBANI et Jean-Claude CASANOVA

parler de ces choses-là ; on se rencontre au niveau des chefs d'État, de gouvernement. Il faut en effet que la pression s'exerce sur les pays dont les plans de restructuration, de remise à niveau, ne seraient pas suffisants pour qu'ils fassent tout ce qui est nécessaire pour sortir de leurs difficultés et rassurer le marché.

### ***JEAN-CLAUDE CASANOVA***

Justement, je crois que le président de la République est le premier président de la République dans l'histoire politique française à avoir fait faire un grand bon à la pédagogie économique puisqu'il a parlé de *spread* et de points de base... Alors vous pourriez peut-être nous dire quelles sont les différences de *spread* qui existent aujourd'hui en Europe...

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

C'est peut-être un peu trop long, Christian Noyer.

### ***CHRISTIAN NOYER***

Je vais essayer en dix secondes : le *spread*, ça veut dire simplement la différence de taux d'intérêt que vous payez quand vous êtes le meilleur ou quand vous êtes un peu moins bon. Et donc il y a toute une gradation et c'est vrai qu'on a vu l'écart entre le prix que doivent payer les meilleurs États et ceux qui ont plus de difficultés se creuser énormément. C'est en train de rediminuer à nouveau légèrement. Espérons que tout ça se normalise.

### ***JEAN-MARIE COLOMBANI***

Eh bien, merci Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France donc, d'avoir été avec nous aujourd'hui, de nous avoir donné ces explications. Il y a bien d'autres sujets que j'aurais aimé aborder, notamment celui des paradis fiscaux parce qu'à la fois récemment Laurent Fabius disait : tiens, voilà quelque chose qu'il faudrait faire immédiatement et radicalement, fermer, interdire les paradis fiscaux ; jeudi soir, le Président de la République dit « les paradis fiscaux, il faut y mettre un terme ». Voilà un beau et vaste sujet, j'imagine que le banquier central que vous êtes, rêverait probablement aussi de voir se fermer un certain nombre de paradis fiscaux mais peut-être aura-t-on l'occasion de reparler de tout ça avec vous. Donc merci Christian Noyer.