



**Transcription de l'interview de Christian NOYER,
Gouverneur de la Banque de France
au *Financial Times***

(par Ben Hall, correspondant à Paris, et Ralph Atkins, responsable du bureau de Francfort)
publiée dans l'édition du 12 mars 2009

FINANCIAL TIMES

L'appel lancé par les États-Unis en faveur de l'adoption par les pays européens d'un plan de relance économique de plus grande ampleur et davantage concerté est-il justifié ?

CHRISTIAN NOYER

Si l'on veut être vraiment sûr que tous les pays apportent la contribution adéquate à la stabilisation et à la reprise de l'économie mondiale, il convient de prendre en compte l'ensemble des facteurs. Ainsi, dans certains pays, les stabilisateurs automatiques jouent un rôle plus important que dans d'autres. Qui dit stabilisateurs automatiques dit dépense publique, avec le même type d'incidence sur l'économie. On peut même dire que leur incidence est plus marquée car, étant automatiques, les déboursments sont immédiats et contribuent au pouvoir d'achat des citoyens, dont la capacité à dépenser se concrétise plus rapidement que lorsque l'on entre dans un processus budgétaire nécessitant du temps, entre la prise de décisions, leur mise en œuvre et enfin leur traduction en dépenses. Si vous prenez en compte l'ensemble des facteurs, j'ai le sentiment que les efforts réalisés par les principaux pays industriels sont assez comparables.

FINANCIAL TIMES

Ceux-ci doivent-ils faire encore plus ?

CHRISTIAN NOYER

Les plans élaborés par les différents pays (en gardant à l'esprit la structure de leur économie et l'importance relative des stabilisateurs automatiques) constituent probablement le bon équilibre entre ce qu'il convient de faire pour stimuler la demande globale et la nécessité de préserver dans le temps la crédibilité de la politique fiscale et budgétaire. Cela est particulièrement important dans les pays européens où ce que l'on appelle les effets ricardiens semblent jouer un rôle. Ainsi, si nous donnions aux citoyens l'impression que les finances publiques vont se détériorer trop fortement et trop durablement, ils pourraient alors augmenter leur ratio d'épargne en prévision de hausses d'impôts ou de la diminution des prestations sociales et des retraites qu'ils jugeraient inévitables. Il convient donc de trouver le juste équilibre entre la crédibilité à long terme et la stimulation immédiate. Pour autant que l'on puisse en juger, l'équilibre actuel est probablement approprié et devra être réexaminé en fonction des évolutions économiques futures.

Nous nous accordons aussi tous à reconnaître que l'une des conditions de la reprise de l'économie mondiale est que les systèmes financiers soient stabilisés partout dans le monde et que les marchés soient convaincus de cette stabilisation. J'ai l'impression qu'en Europe nous sommes un petit peu plus avancés sur ce plan qu'aux États-Unis. Il est clair que les autorités américaines font tous leurs efforts pour atteindre cet objectif, mais c'est probablement aussi important que l'ampleur de la relance elle-même si nous voulons stabiliser l'économie.

FINANCIAL TIMES

Que devraient-ils faire de plus ?

CHRISTIAN NOYER

Ils devraient finir le travail qu'ils ont commencé et atteindre l'objectif qui consiste à convaincre tous les intervenants de marché qu'ils ont réussi et que le système financier est totalement rétabli.

FINANCIAL TIMES

Pensez-vous qu'il est plus risqué de faire trop peu que de faire trop ?

CHRISTIAN NOYER

Je dirais qu'il existe deux risques. Faire trop peu est un risque. Faire trop en est un également. Si vous déclenchez les effets ricardiens dont nous venons de parler et provoquez effectivement une diminution de la propension à dépenser des consommateurs, bien entendu, le résultat sera pire.

FINANCIAL TIMES

Pensez-vous qu'il faille mettre l'accent sur la définition du cadre réglementaire et ne discuter des autres mesures que s'il reste du temps pour traiter d'autres questions, comme l'a déclaré Axel Weber hier ?

CHRISTIAN NOYER

Lors du sommet du G20 en novembre, le cadre réglementaire a été identifié comme un élément essentiel du rétablissement de la confiance de l'ensemble des intervenants de marché et des citoyens dans le système financier et dans l'économie. Les chefs d'État et de gouvernement ont défini une feuille de route sur laquelle nous travaillons depuis dans le cadre de divers groupes de travail. Cela reste d'actualité. Bien sûr, certains éléments ne pourront être mis en œuvre que lors du prochain cycle car j'espère que les mesures envisagées auront un caractère contracyclique constituant des volants de sécurité lors des périodes favorables qui viendraient soutenir le système financier et donc la bonne santé de l'économie dans la partie basse du cycle. Mais je pense qu'il est déjà important de s'entendre sur les principes, même si ceux-ci seront ensuite élaborés en détails par les régulateurs. Il existe des principes importants susceptibles de restaurer la confiance dans le système financier, comme par exemple celui de soumettre tous les acteurs financiers d'importance systémique à une réglementation appropriée et/ou à une surveillance en fonction des besoins.

FINANCIAL TIMES

Y a-t-il une différence entre l'Europe continentale et le Royaume-Uni s'agissant du provisionnement contracyclique par les banques ?

CHRISTIAN NOYER

Il existe deux voies différentes, qui peuvent être complémentaires. Elles sont étudiées dans un sous-groupe de travail du Forum de stabilité financière et dans le cadre du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. L'une concerne le portefeuille bancaire, ou les prêts classiques, et correspond plus ou moins au provisionnement dynamique conçu par les Espagnols. Ce serait une réponse à l'effet procyclique des méthodes de provisionnement au niveau national, lesquelles prévoient d'augmenter les provisions en période de ralentissement et de les diminuer en phase de reprise. C'est ce qui se produit lorsque vous mesurez le risque à un moment donné. Or les Espagnols prennent en compte l'ensemble du cycle, ce qui oblige à constituer des provisions plutôt lors de la reprise, provisions que vous pourrez ensuite utiliser dans la phase de ralentissement, ce qui permet de réduire et même d'éliminer les effets procycliques du cycle du crédit.

La seconde voie concerne le portefeuille de négociation. Il s'agirait de contraindre les banques à constituer des volants de sécurité en utilisant tout ou partie des plus-values latentes jusqu'à cession des titres et enregistrement de la plus-value réalisée. Ainsi, lorsque l'on amorce une phase de ralentissement avec chute des valeurs de marché, le volant de sécurité constituerait la première ligne de défense. La manière exacte dont cela fonctionnerait reste encore à définir.

Ces deux types d'activité différents permettent deux types de volants de sécurité différents. On peut disposer des deux.

FINANCIAL TIMES

Pouvez-vous envisager que la BCE mette en œuvre une politique d'assouplissement quantitatif à grande échelle, ou excluez-vous totalement cette possibilité ?

CHRISTIAN NOYER

Je n'exclus rien et nous n'avons encore rien exclu. Ce que nous devons faire, à mon avis, - et nous continuons d'étudier diverses options — c'est examiner quelques points et déterminer s'il faut aller au-delà de ce que nous avons déjà fait. À ce propos, je considère que nous mettons déjà en œuvre une politique monétaire non conventionnelle. Le fait que nous ayons, premièrement, élargi la liste des garanties éligibles et, deuxièmement, décidé de procéder à des opérations d'apport de liquidité sur l'ensemble des échéances inférieures ou égales à six mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et sans limite de montant, signifie que nous sommes en dehors du cadre normal.

FINANCIAL TIMES

Est-ce que vous qualifieriez ces mesures d'assouplissement quantitatif ?

CHRISTIAN NOYER

Certes, il s'agit d'une forme d'assouplissement quantitatif car cela signifie que nous pouvons fournir de la liquidité à chaque établissement au-delà de ses besoins de refinancement effectifs. En donnant l'assurance, lors de notre dernière réunion, que nous maintiendrions ces mesures aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'au début de l'année prochaine, nous avons donné aux banques l'assurance que cette politique d'assouplissement durerait suffisamment longtemps.

Cela étant, l'heure n'est pas à la théorie. Nous devons être pragmatiques et observer ce qui fonctionne et ce qui ne fonctionne pas. Ces mesures dites supplémentaires auraient pour objectif d'agir là où le marché de crédit ne fonctionne pas, là où le mécanisme de transmission ne fonctionne pas. Une banque centrale peut estimer que, à un certain moment, il convient d'intervenir directement sur ces marchés.

À l'heure actuelle, certains signes indiquent que le mécanisme de transmission, en termes de taux d'intérêt sur la quasi-totalité des segments des marchés de crédit, fonctionne de manière relativement satisfaisante. Les taux d'intérêt ont diminué de manière très significative sur l'ensemble des compartiments du marché monétaire. Il est intéressant de noter que, s'agissant des taux de référence à trois mois, l'écart n'est que de 30 points de base entre l'Euribor et le Libor dollar, et inexistant vis-à-vis du Libor sterling, ce qui montre que, en pratique, la transmission est très efficace sur le compartiment euro.

Enfin, la possibilité pour les entreprises d'émettre des titres, à court ou à long terme, semble s'être nettement renforcée depuis décembre. Nous devons cependant surveiller la manière dont cette situation évolue et observer si certains compartiments du marché ne s'améliorent pas suffisamment ou restent en difficulté.

FINANCIAL TIMES

Mais cela signifie qu'il faudra attendre des semaines ou des mois avant que de telles mesures soient prises...

CHRISTIAN NOYER

Nous y travaillons. Nous verrons ce qu'il nous semble nécessaire de faire.

FINANCIAL TIMES

Si des mesures étaient prises, ne s'agirait-il pas de mesures d'assouplissement du crédit destinées à résoudre des problèmes spécifiques plutôt que de mesures d'assouplissement quantitatif à caractère général comme le fait la Banque d'Angleterre ?

CHRISTIAN NOYER

La Banque d'Angleterre est apparemment préoccupée par la base monétaire. Mais nous n'avons pas les mêmes problèmes pour l'instant en ce qui concerne la base monétaire dans la zone euro. Je ne sais pas si cela a à voir avec le fait que l'intermédiation bancaire joue un plus grand rôle dans la zone euro qu'aux États-Unis ou même au Royaume-Uni.

FINANCIAL TIMES

Certains membres du Conseil des gouverneurs souhaitent établir une distinction très nette entre politique budgétaire et politique monétaire, distinction qui est devenue floue au Royaume-Uni et aux États-Unis. Cela empêche-t-il la BCE de mettre en œuvre une politique d'assouplissement quantitatif ? Seriez-vous obligés d'en référer aux autorités publiques au préalable ?

CHRISTIAN NOYER

Non, nous avons la capacité de décider des instruments qui nous paraissent nécessaires pour mettre en œuvre notre politique monétaire. Bien sûr, nous sommes attentifs au degré de risque que nous prenons en tant que banque centrale. Je suis tout à fait d'accord sur l'importance de ne pas estomper la distinction entre politique monétaire et politique budgétaire. Cela ne signifie pas qu'il n'y ait pas une bonne entente entre les deux pôles. Le fait que les autorités publiques aient pris toutes les mesures de soutien du système financier est extrêmement important pour les banques centrales. Il est très certainement plus facile d'accepter une large gamme de garanties lorsque l'on sait que l'ensemble du système bancaire peut s'appuyer sur l'engagement clair des autorités qu'elles feront tout pour empêcher la faillite d'un établissement d'importance systémique.

FINANCIAL TIMES

Cette position de la BCE part du principe qu'il n'existe pas de risque de déflation. Pensez-vous néanmoins que les risques de déflation se sont accrus, compte tenu de la forte contraction de la croissance économique que nous avons constatée ?

CHRISTIAN NOYER

Bien entendu, il faut toujours rester prudent. Nous savons que, compte tenu de l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, l'inflation sera probablement légèrement négative pendant quelques mois vers le milieu de l'année. Toutefois, ce phénomène est très différent du recul persistant des prix qui caractérise la déflation.

Pour ma part, je ne pense pas que les risques de déflation soient très élevés dans la zone euro et ce pour plusieurs raisons. L'une d'elles est que nous avons considérablement renforcé la liquidité. Aux États-Unis comme dans la zone euro, les banques centrales ont, en un an, accru la liquidité du système dans des proportions équivalentes au montant que la Banque du Japon avait fourni en cinq ans lors de la crise bancaire du début des années quatre-vingt dix.

Deuxièmement, les salaires nominaux présentent des rigidités. Certains prix sont affectés d'un certain nombre de rigidités, ce qui, normalement, provoque automatiquement une hausse de l'inflation sous-jacente. Or, nous n'avons pas observé pour l'instant de changement significatif à cet égard.

Troisièmement, en ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, elles sont jusqu'à présent restées solidement ancrées à notre définition de la stabilité des prix.

Ces trois raisons m'incitent à penser que normalement, après avoir atteint un point bas, l'inflation devrait revenir à un niveau proche de notre définition de la stabilité des prix. Bien entendu, nous devons rester prudents et prêts à agir et, si nous avons le sentiment que ces différents éléments venaient à évoluer, nous

devrions à nous interroger sur la nécessité de recourir à d'autres mesures de politique monétaire non conventionnelles.

FINANCIAL TIMES

Un assouplissement quantitatif classique

CHRISTIAN NOYER

Par exemple ?

FINANCIAL TIMES

L'acquisition de titres d'emprunt public ?

CHRISTIAN NOYER

Peut-être

FINANCIAL TIMES

Selon Axel Weber, le niveau plancher du principal taux directeur de la BCE serait de 1 %. D'autres ont indiqué qu'un taux zéro était possible. Quelle est votre position ?

CHRISTIAN NOYER

Je suis pragmatique. Nous n'avons pas déterminé à l'avance un niveau minimum qui constituerait notre taux plancher. Mais nous devons tenir compte de deux éléments. Premièrement, en règle générale, plus on s'approche de zéro, moins les mesures sont efficaces en termes de transmission à l'économie réelle. Par conséquent, il se peut qu'à un certain point nous estimions devoir faire plus, ou pas. Toutefois, nous pouvons nous attendre à ce que nos actions n'aient que des effets relativement limités.

Deuxièmement, le cadre que nous avons défini donne des résultats très différents de ceux que nous avons observés jusqu'ici. Comme nous avons décidé de mener des opérations de refinancement à taux fixe et sans limite de montant, avec un large corridor entre le taux de la facilité de dépôt et celui de la facilité de prêt marginal, le taux débiteur est devenu le plafond et le taux de la facilité de dépôt le plancher. Les marchés tendent à faire évoluer les taux du marché monétaire dans cette fourchette, les taux au jour le jour étant très bas et le taux à trois mois s'établissant à un niveau qui peut être inférieur au taux de refinancement. Par conséquent, les taux effectivement versés par les emprunteurs sont beaucoup plus proches de la situation observée aux États-Unis ou au Royaume-Uni que la plupart des gens ne le pensent.

FINANCIAL TIMES

Qu'est-ce que cela signifie en pratique ? Qu'il n'est pas nécessaire d'abaisser encore le principal taux directeur, ou que celui-ci ne peut baisser davantage ?

CHRISTIAN NOYER

Je n'ai pas dit cela.

FINANCIAL TIMES

Où que le taux de la facilité de dépôt ne peut baisser davantage ?

CHRISTIAN NOYER

Je n'ai pas dit cela non plus. Toutefois, il est clair qu'en ce qui concerne la facilité de dépôt, la marge de manœuvre est limitée. En effet, si nous conservons le cadre actuel, nous ne pouvons guère aller plus loin, c'est évident. Pour ce faire, il faudrait changer de cadre, ce qui présenterait des inconvénients.

FINANCIAL TIMES

Par conséquent, la marge de manœuvre est restreinte et il vous faudra très bientôt réfléchir à d'autres mesures non conventionnelles ?

CHRISTIAN NOYER

Si nous avons le sentiment qu'il faut en faire plus... Dans la situation actuelle, les taux à trois mois perdent chaque jour quelques points de base. Les taux de marché et les taux débiteurs restent nettement orientés à la baisse. Cette évolution a été favorisée par la réduction des taux de 275 points de base décidée par la BCE. Elle n'est pas arrivée à son terme. Il faut un peu de temps pour qu'elle se répercute pleinement sur l'économie.

FINANCIAL TIMES

Alors, il n'y aura pas de baisse des taux en avril ?

CHRISTIAN NOYER

Nous verrons. Nous avons montré que nous étions toujours prêts à agir quand nous l'estimions nécessaire. Mais nos décisions s'appuient sur des faits et des chiffres, pas seulement sur des résultats et des prévisions macroéconomiques, mais aussi sur les évolutions effectives des marchés de capitaux.

FINANCIAL TIMES

Les données publiées cette semaine relatives à la production industrielle en France signifient-elles que la situation du pays sera beaucoup plus mauvaise que prévu par la Banque de France et le gouvernement ?

CHRISTIAN NOYER

Ces résultats ne sont pas bons et je dois dire qu'ils rendent probablement notre propre prévision de recul de la croissance de 0,6 % au premier trimestre quelque peu optimiste. Cela étant, il est difficile d'en apprécier la signification sans une analyse approfondie. Par exemple, lorsque je considère la croissance négative du dernier trimestre, - 1,2 % en France, l'élément réconfortant est que les trois quarts de cette baisse résultent d'une réduction des stocks. Cela augure beaucoup plus favorablement de l'avenir. En effet, une fois que les stocks seront revenus au niveau requis, celui souhaité par les entreprises, la production redémarrera. Il est donc délicat de faire des commentaires sans voir toutes les explications.

Pour l'instant, j'ai le sentiment que notre situation sera, relativement, légèrement meilleure que chez certains de nos voisins. Ce qui fut l'une de nos faiblesses dans le passé, c'est-à-dire une croissance fortement dépendante de la demande et de la consommation intérieure ainsi qu'une insuffisance des exportations nettes, est devenu une force dans cette phase de ralentissement. Les exportations ont chuté, comme en Allemagne, mais leur poids dans le PIB étant beaucoup plus faible, l'économie en a été moins affectée. L'évolution des dépenses de consommation est restée positive. Comparé à l'Espagne et au Royaume-Uni par exemple, l'endettement moyen des ménages est plus faible, de telle sorte que l'incidence des perturbations financières sur les dépenses de consommation a également été relativement moins forte que dans d'autres pays. Pour toutes ces raisons, nous pensons que notre capacité de résistance est un peu meilleure, mais nous devons rester prudents.

FINANCIAL TIMES

L'Allemagne doit-elle aller plus loin en termes de relance budgétaire ?

CHRISTIAN NOYER

L'Allemagne a adopté un second programme de grande ampleur. Je reconnais tout à fait l'importance des efforts consentis outre-Rhin.

FINANCIAL TIMES

Votre projet de chambre de compensation avec contrepartie centrale pour les produits dérivés a suscité la controverse à Londres, où il est considéré comme une mainmise continentale obligeant les entreprises à passer par LCH. Clearnet et le public n'est pas convaincu qu'il soit nécessaire que vous disposiez de cette fonction de banque centrale de prêteur en dernier ressort.

CHRISTIAN NOYER

Pour moi, le raisonnement est simple. Si l'on veut avoir un système sécurisé, il est indispensable que les chambres de compensation disposent d'un large accès à la liquidité de banque centrale. Je considère que c'est le seul moyen de garantir qu'en période de crise, lorsque des défaillances des contreparties se produisent, on puisse assurer une gestion satisfaisante de la liquidité. Cela étant, aucune banque centrale n'accepterait de donner un accès à grande échelle à la liquidité de banque centrale sans en exercer la surveillance.

FINANCIAL TIMES

Les intervenants de marché déclarent que même après la faillite de Lehman Brothers, ils ont continué à pouvoir dénouer un grand nombre de ces opérations sans recourir à la liquidité de banque centrale.

CHRISTIAN NOYER

Le fait que cela se soit bien passé ne signifie pas qu'il en sera toujours ainsi. Cela peut également dépendre du type d'instruments qui sont l'objet de la compensation. Nous avons le sentiment que cela peut être différent, d'une part, pour les instruments à revenu fixe et, d'autre part, pour les produits dérivés. Mais il s'agit d'une position de longue date qui n'est pas adoptée spécialement à l'égard de Londres.

FINANCIAL TIMES

Quelle sorte de modèle de capitalisme européen sortira de la crise économique ?

CHRISTIAN NOYER

Nous allons probablement revenir à une économie plus organisée et réglementée. Nous discutons de la réglementation du système financier, ce qui ne signifie en aucun cas que nous ayons besoin d'un système surréglementé. Nous devons atteindre un équilibre, mais il est clair qu'en Europe nous espérons avoir un système qui sera plus réglementé, ou en tout cas mieux réglementé, un système sans failles. Cela étant, dans notre environnement mondial, nous avons besoin de règles cohérentes à l'échelle internationale.

FINANCIAL TIMES

Mais l'Europe a également besoin de son propre dynamisme interne, pour encourager l'innovation. Cela faisait partie de la problématique du modèle économique avant la crise. Si vous créez davantage de réglementation, cela ne complique-t-il pas le problème ?

CHRISTIAN NOYER

À mon sens, si la réglementation est bien conçue, elle n'empêche pas l'innovation. L'enseignement que nous devons tirer de la crise est que, si nous laissons une innovation se développer librement, qu'il s'agisse des *hedge funds* ou de la titrisation, sans la réglementer ou la surveiller, alors même qu'elle revêt une importance systémique, nous courons un risque énorme. Nous devons être capables de détecter le moment où, dans le système, un risque systémique devient excessif, et agir en conséquence.

[Copyright](#) The Financial Times Limited 2009, Banque de France pour la traduction