



Forum Paris Europlace, 22 avril 2013 – New York
«Croissance postcrise et opportunités d'investissement en Europe »

Discours de Christian Noyer « La zone euro se renforce »

Monsieur le Président,
Mesdames, Messieurs,

C'est un grand plaisir de pouvoir m'adresser à vous ici à New York. J'aimerais partager avec vous quelques idées sur la zone euro dans une double perspective, de court terme et de long terme.

Je commencerai par aborder la question de Chypre, qui a fortement marqué les esprits récemment. Clairement, le processus de décision n'a pas été optimal et l'effort d'ajustement exigé du pays, bien qu'absolument nécessaire, était totalement inattendu pour la population. En conséquence, de nombreux observateurs ont interprété la crise chypriote comme un signal de fragilité et d'incertitude quant à l'euro.

En réalité, c'est exactement le contraire. Imaginez que la même situation se soit produite il y a neuf mois. Elle aurait alors très probablement provoqué une nouvelle vague de turbulences sur les marchés souverains de la zone euro, avec des hausses de taux d'intérêt et d'importantes sorties de capitaux des pays périphériques. Il n'en a rien été : il n'y a eu ni contagion, ni répercussions sur d'autres pays de la zone euro. Au premier trimestre 2013, lorsque la crise chypriote s'est produite, les taux d'intérêt à long terme ont diminué en Grèce, au Portugal et en Irlande, de quelque 270, 120 et 130 points de base respectivement. Ils ont baissé de 70 points de base en Espagne et de 30 points de base en Italie. C'est la première fois en trois ans qu'une crise grave touchant un pays de la zone euro n'en affecte pas d'autres. La conclusion qu'il faut en retirer est que la zone euro est plus robuste aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a un an. Même si des défis persistent, les mesures prises ont augmenté notre résilience aux chocs internes et externes.

Avant de vous en donner d'autres exemples, j'aimerais ajouter quelques mots concernant Chypre. D'abord, le soutien financier fourni par les pays de la zone euro et le FMI a été substantiel, atteignant 10 000 euros par citoyen chypriote. Ceci invalide les allégations de mauvais traitement ou de discrimination de Chypre. Ensuite, la protection des dépôts a été assurée dans la zone, et cet engagement ressort renforcé par les récents événements. Enfin, il faut souligner que Chypre est un cas unique, avec une situation d'aléa moral extrême dans laquelle de gros déposants recherchaient des rendements anormalement élevés auprès du système bancaire national. Cette situation exceptionnelle justifiait un traitement exceptionnel. Chypre ne constitue ni un précédent, ni un modèle, pour une

future gestion de crise. Il faut affirmer avec force qu'un tel modèle bancaire n'a pas sa place dans la zone euro. Et qu'une telle situation n'aurait pas existé si l'union bancaire avait été en place. Ceci m'amène à évoquer de façon plus générale les progrès réalisés pour restaurer la robustesse et la cohérence de la zone euro.

Il y a neuf mois, nous avons atteint un niveau de fragmentation du marché qui menaçait l'intégrité de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations souveraines entre les pays périphériques et les pays du centre avaient atteint un pic historique ; les flux de capitaux privés des pays du centre vers les pays périphériques s'étaient taris et les conditions de financement divergeaient de plus en plus. Un même emprunteur était confronté à des conditions de crédit très différentes d'un pays à l'autre.

Comme chacun sait, l'introduction des opérations monétaires sur titres (OMT), faisant suite aux déclarations du président Draghi en juillet 2012, a constitué un changement majeur. La création de cet outil a restauré la confiance, éliminé les risques de perte extrême et de redénomination et inversé la dynamique de fragmentation du marché. Le processus de rétablissement de l'intermédiation financière enregistre actuellement des progrès significatifs. Ces dernières semaines, les investisseurs extérieurs à la zone euro sont revenus sur les marchés d'actions et de dette des pays en difficulté. Les flux de dépôts se sont également inversés revenant des pays du centre vers ceux de la périphérie, où des rapatriements importants ont été réalisés par les ménages résidents. Les soldes des balances TARGET2, qui déterminent dans quelle mesure l'intermédiation financière compense l'insuffisance des flux de capitaux privés, ont diminué de 20 % depuis l'été dernier.

La deuxième grande source de progrès a été l'union bancaire. Jamais au cours de son histoire l'UE n'avait été capable de décider et de mettre en œuvre une réforme de cette ampleur en aussi peu de temps. Il y a un an, le sujet n'était même pas sur la table. En juin dernier, les responsables européens ont fait un premier pas décisif puis, après des jours et des nuits de travail acharné et de rudes négociations, un accord détaillé a finalement été conclu en décembre.

Nous ne saurions trop insister sur les bénéfices qu'apportera l'union bancaire. Elle mettra fin au lien entre les États et leurs banques. Elle mettra fin à ces interactions négatives qui ont des effets extrêmement pervers en périodes de tensions. Elle garantira que les conditions de crédit dans la zone euro ne dépendent pas de la nationalité de l'emprunteur mais de la qualité de sa signature, soit précisément ce que chacun est en droit d'attendre d'un marché financier efficient.

La structure de gouvernance que nous avons adoptée garantira - alors même que le Conseil des gouverneurs conserve bien le pouvoir de décision - qu'il n'y aura pas de conflit d'intérêt entre la politique monétaire et la supervision bancaire. Par ailleurs, une surveillance plus homogène dans l'ensemble de la zone euro devrait permettre la détection précoce de risques et de déséquilibres potentiels et, au final, améliorer la transmission de la politique monétaire.

Actuellement, le premier pilier de l'union bancaire, le mécanisme de surveillance unique, est en cours d'édification. Il s'agit là d'une première étape fondamentale et sa mise en œuvre rapide sera une avancée majeure pour la zone euro.

Pourtant, à lui seul, il ne permettra pas de réaliser tous les objectifs de l'union bancaire. Nous devons donc construire rapidement ses deux autres piliers : une autorité supranationale de résolution des défaillances bancaires (la Commission européenne doit présenter un projet à cet égard avant l'été) et un système unifié de garantie des dépôts.

Naturellement, la situation actuelle présente des points négatifs. Une préoccupation majeure est la stagnation du crédit bancaire, qui affecte tout particulièrement les PME. Dans l'ensemble, l'amélioration de la situation de financement des banques ne s'est pas traduite par une augmentation des prêts consentis au secteur privé non financier, qui ont diminué au cours des derniers mois. Certes, cette situation s'explique en partie par la faiblesse de la demande de crédit. Là encore, une fragmentation peut être observée. Selon les pays : la distribution du crédit est plus dynamique en Allemagne ou en France qu'en Italie ou en Espagne. Et selon les emprunteurs, les grandes entreprises pouvant émettre à des taux très favorables alors que dans le même temps, les PME sont privées d'un

financement indispensable. Cette divergence est une source d'inquiétude, notamment parce que, dans nos économies, les PME jouent un rôle prépondérant pour favoriser l'innovation et l'emploi.

Cette situation ne traduit pas nécessairement une faiblesse spécifique à la zone euro. Dans toutes les économies avancées, les banques sont engagées dans un processus de redressement de leur bilan et de désendettement. Des chiffres récents montrent les avancées majeures des banques européennes dans le renforcement de leur capital, en ligne avec les exigences de Bâle III et, en particulier pour les grandes banques internationales, en ligne avec ce qui se passe aux États-Unis. Mais il faut garder à l'esprit que, dans la zone euro, les banques assurent 80 % du financement total, soit le double des États-Unis. Par conséquent, l'impact est nettement plus important sur l'économie réelle.

Que peuvent faire les banques centrales ? Notre action est guidée par les éléments suivants. Il est clair que l'inflation est fermement maîtrisée. Les taux directeurs sont très bas. Dans les faits, la plupart des banques centrales pratiquent actuellement des taux proches de zéro. Par conséquent, leur action, dans toutes les économies avancées, vise essentiellement à s'assurer que l'impact de leurs décisions se fait sentir sur tous les compartiments de l'économie. En d'autres termes, leur objectif est de garantir que le mécanisme de transmission de la politique monétaire fonctionne.

Venons-en maintenant à la politique budgétaire. Dans toutes les économies avancées, et surtout aux États-Unis, l'orientation budgétaire fait l'objet de débats très vifs. Comme nous le savons tous depuis que Musgrave a introduit sa célèbre distinction, la politique budgétaire a trois grandes fonctions : stabilisation, allocation des ressources et redistribution. Dans un environnement d'après-crise, les gouvernements s'efforcent de trouver le juste dosage. Aujourd'hui, qu'est-ce qui constitue une politique budgétaire propice à la croissance ? La discussion s'est quelquefois focalisée sur l'aspect stabilisation, et plus spécifiquement, sur une caractéristique importante, mais limitée : les « multiplicateurs budgétaires » qui visent à déterminer l'incidence sur le PIB d'une variation du solde budgétaire. Ce point de vue restrictif insiste sur les aspects négatifs de l'assainissement budgétaire, notamment lorsque l'écart de production est fortement négatif, comme c'est le cas actuellement.

Cependant, nous devons nous placer dans une perspective plus large et prendre en considération l'incidence de la politique budgétaire sur la confiance des consommateurs et des investisseurs ainsi que sur l'allocation efficiente des ressources. D'où peuvent provenir les gains ? Pour répondre à cette question, il est important d'examiner les interactions entre l'orientation budgétaire et les marchés de la dette. À l'évidence, une stratégie propice à la croissance doit réduire au maximum les risques de chocs financiers majeurs à l'avenir, ne pas entraver le bon fonctionnement de l'intermédiation financière et ne pas bloquer la transmission de la politique monétaire. Dans de nombreux pays de la zone euro, les rendements des obligations souveraines se situent encore à des niveaux pénalisants. Dans les pays du « cœur » de la zone euro, dont la France, la situation est différente avec des taux d'intérêt historiquement bas. Dans certains cas, cette situation reflète l'assainissement budgétaire réalisé, mais d'autres facteurs temporaires sont également à l'œuvre, comme la faiblesse des perspectives de croissance à court terme et les conditions monétaires et de liquidité exceptionnellement accommodantes à l'échelle mondiale. Cet environnement offre une opportunité unique pour ramener la dette publique à un niveau plus approprié.

La croissance de la zone euro dépendra, en dernière analyse, de sa capacité à entreprendre les réformes structurelles indispensables et à améliorer la compétitivité. La zone euro, comme toutes les économies avancées, est confrontée à un double défi. Premièrement, elle doit absorber les conséquences de la crise, résorber les déséquilibres financiers, éliminer l'excès d'endettement et rétablir le fonctionnement normal des marchés de capitaux. Et deuxièmement, elle doit s'adapter aux profondes mutations de l'économie mondiale. Au delà des difficultés actuelles, il est clair que la zone euro est bien armée pour faire face aux défis du 21^e siècle. Avec 370 millions de consommateurs et un pouvoir d'achat élevé, elle reste le plus grand marché du monde. Elle est également la zone économique la plus intégrée, avec une main-d'œuvre hautement qualifiée et des infrastructures de qualité. Trop souvent, toutefois, les pays de la zone euro ne tirent pas les avantages que leur procure leur position à cause des rigidités accumulées au fil du temps, pendant les périodes de croissance facile. Aujourd'hui, l'environnement

international est plus difficile : de nouveaux concurrents puissants sont apparus et les avantages comparatifs ont été modifiés. Il n'y a pas d'alternative à l'ajustement.

La crise a déjà entraîné d'importantes réformes dans de nombreux pays, avec la réduction de la taille du secteur public, des modifications de la réglementation du travail et une concurrence plus forte sur les marchés de biens. On observe une amélioration significative de la compétitivité-prix mesurée par les coûts unitaires du travail (CUT) : entre 2008 et 2012, dans les trois pays sous programme (la Grèce, le Portugal et l'Irlande), la croissance cumulée des CUT a été inférieure de quelque 12 points de pourcentage à la moyenne de la zone euro, grâce à des baisses de salaire, à des gains de productivité ou aux deux. Les soldes des transactions courantes affichent également une forte correction. Dans les trois pays sous programme, ils se sont redressés de plus de 9 points de pourcentage du PIB entre 2008 et 2012. En Espagne, le déficit courant s'est amélioré de plus de 7 points de pourcentage sur la même période. L'ajustement est attribuable, pour partie, à une contraction de la demande intérieure. Toutefois, en Irlande, en Espagne et au Portugal, les performances à l'exportation ont été très solides par rapport à la période antérieure à la crise. Au total, l'excédent commercial de la zone euro a dépassé 1 % du PIB en 2012 contre un résultat proche de zéro les années précédentes. Cet excédent devrait persister au cours des prochaines années.

En France, les gouvernements successifs ont réformé les régimes de retraite, introduit des mesures pour réduire les coûts du travail (le pacte de compétitivité) et accru la flexibilité du marché du travail. Il s'agit là des premières étapes d'un effort continu de redressement de la compétitivité et de reconstruction d'une base d'exportations. Ces mesures doivent être poursuivies et amplifiées.

Permettez-moi maintenant de conclure. Les trois dernières années ont été les plus difficiles pour l'Europe depuis la création de l'Union européenne. Il est certainement trop tôt pour dire que la crise est terminée. Cependant, les tendances actuelles sont positives et la zone euro paraît beaucoup plus solide aujourd'hui qu'il y a un an. Les projections actuelles vont dans le sens d'un retour à une croissance positive au second semestre 2013 et en 2014. De nombreux signes indiquent que les efforts entrepris ces deux dernières années portent leurs fruits. D'importantes modifications ont été apportées à la gouvernance de la zone euro, concernant à la fois le renforcement des cadres budgétaires et l'amélioration des mécanismes de gestion des crises. Beaucoup reste encore à faire. Mais si nous tenons le cap, nous sortirons de la crise mieux armés pour tirer profit des opportunités offertes par notre monnaie unique.