



L'euro en tant que devise mondiale : le point de vue d'un fondateur

« La zone euro dans la crise financière »

Christian Noyer

Gouverneur de la Banque de France

Peterson Institute for International Economics – Les dix ans de l'euro : sera-t-il la prochaine devise mondiale ?

Washington, 10 octobre 2008

C'est un grand plaisir pour moi de retrouver tant d'amis et de collègues pour célébrer les dix ans de l'euro en tant que devise mondiale. Je dois avouer que ce n'est pas exactement l'idée que je me fais d'un anniversaire tranquille et paisible. Quand j'ai eu l'honneur d'être choisi comme premier vice-président de la BCE, je n'aurais jamais imaginé que je serais un jour confronté, en tant que membre du Conseil des gouverneurs, à la pire crise financière des quatre-vingts dernières années. Et en effet, l'un des aspects les plus gratifiants de ma fonction au cours de cette crise est la qualité de notre interaction et de notre délibération collectives au sein du Conseil des gouverneurs, fondées sur notre volonté, dans ces circonstances très difficiles, de partager des appréciations et d'échanger des points de vue dans un esprit d'amitié et de respect mutuel. Je suis très fier de faire partie d'un tel groupe. Ensemble, nous avons été capables de prendre des décisions rapides et de nous adapter avec flexibilité à un environnement en constante évolution, sans jamais renoncer à notre mandat et à notre mission.

À l'évidence, la zone euro, comme le reste du monde industrialisé, traverse une période très difficile. Nous ne pouvons qu'imaginer quelle serait la situation si nous avions encore quinze monnaies différentes, avec une multitude de taux de change bilatéraux potentiellement aussi volatils que le sont actuellement les cours d'autres actifs. Cette simple pensée suffit à illustrer les avantages que présente, pour l'Europe, le fait d'avoir une seule monnaie, de stature véritablement mondiale.

Il y a deux jours, nous avons pris deux décisions très importantes. Tout d'abord, lors d'une action sans précédent prise en concertation avec l'ensemble des principales banques centrales, nous avons réduit notre taux directeur de 50 points de base. Puis, à l'occasion d'une délibération distincte, nous avons de nouveau ajusté notre cadre de fourniture de liquidité. Je vous épargnerai les détails techniques. Je me contenterai de dire qu'en conséquence, les banques auront un accès régulier, contre remise de garanties, à un montant illimité de liquidité au taux directeur, c'est-à-dire à 3,75 %, et cela au moins jusqu'à fin janvier 2009.

Je souhaiterais commenter brièvement ces deux décisions.

En premier lieu, l'apport de liquidité. Depuis que la crise a éclaté, les banques centrales ont essayé de restaurer un fonctionnement ordonné des marchés monétaires. Même lorsque les modalités sont différentes, il y a convergence des objectifs et des dispositifs. Les banques centrales ont renforcé leurs apports de fonds à des échéances plus longues. Certaines ont élargi la gamme du collatéral accepté pour leurs opérations de prêts garantis. Elles ont étendu le champ des contreparties éligibles afin d'assurer une plus large dissémination des fonds. Surtout, les banques centrales ont conduit des actions concertées afin de fournir des fonds à plus long terme en vue de répondre aux besoins de financement en dollars des banques autres qu'américaines, assurant ainsi une distribution adéquate de la liquidité entre les pays.

Toutefois, après plus d'une année de crise, les marchés du crédit demeurent très fragiles, les relations interbancaires ne sont pas revenues à la normale, et ces frictions pourraient déstabiliser le financement du secteur des entreprises, faisant ainsi peser une nouvelle menace sur la croissance économique. Avec notre dernière décision, nous avons donné aux intermédiaires financiers l'entière assurance que leurs besoins de liquidité seraient satisfaits, dans un contexte de transparence totale et de prévisibilité absolue. Nous espérons que cela contribuera à réduire l'incertitude et à restaurer la confiance entre les contreparties, ce qui constitue une condition préalable au bon fonctionnement du marché monétaire. Un simple apport de liquidité risque de ne pas suffire. Mais la capacité (et la volonté) des banques centrales d'utiliser leurs ressources constituent une source essentielle de stabilité du système financier et doivent être considérées comme telles, à la fois par les intervenants de marché et par le grand public.

En deuxième lieu, la politique monétaire. Nous avons participé à une action concertée des principales banques centrales. Il s'agit d'une action essentielle, et sans précédent, pour restaurer la confiance, mais je tiens à souligner qu'elle est totalement et absolument cohérente avec notre mandat. Il est évident pour tous les observateurs que l'environnement global s'est considérablement modifié au cours des trois dernières semaines. La baisse des prix du pétrole et des matières premières ainsi que la stagnation de l'activité ont sensiblement modifié les perspectives d'inflation. Sur la base des conditions actuelles, nous pouvons estimer que le taux d'inflation « instantané » sera conforme à notre définition de la stabilité des prix vers mi-2009. Par ailleurs, les anticipations d'inflation à long terme, mesurées par le point mort (ou *swap*) d'inflation « à cinq ans à un horizon de cinq ans », ont diminué pour revenir à un niveau sensiblement inférieur à 2 %, reflétant peut-être la crédibilité engendrée par nos actions passées. Il est évident que nous devons rester vigilants en ce qui concerne les évolutions salariales et les effets de second tour, toujours possibles, découlant des hausses de prix passées. Mais, dans l'ensemble, j'estime que notre nouvelle orientation monétaire est conforme à ce qui est nécessaire, dans les circonstances actuelles, pour remplir notre mandat.

Permettez-moi à présent de vous présenter plus en détails deux autres séries de mesures qui, même si elles ne sont pas directement liées à la monnaie, contribuent à renforcer la solidité et la stabilité de la zone euro.

La crise a relancé les débats relatifs à l'architecture qui serait appropriée pour la surveillance financière. En Europe, les structures de surveillance devront s'adapter en raison de l'intégration rapide des marchés. Je suis un fervent défenseur du processus Lamfalussy et j'estime que les efforts actuels visant à l'améliorer et à le développer méritent toute notre attention. Mais je voudrais également souligner que ce processus doit être conduit avec pragmatisme et en gardant constamment un regard sur la réalité, plutôt qu'en se référant à un schéma et à une vision théoriques. Je souhaiterais profiter de cette occasion pour évoquer deux enseignements que j'ai tirés, personnellement, des événements des douze derniers mois.

Premièrement, le fait de disposer d'une surveillance bancaire proche (ou tout au moins pas trop éloignée) de la banque centrale présente des avantages évidents. Je pense que cet avis est à présent partagé par tous les banquiers centraux du monde, quel que soit l'environnement réglementaire dans lequel ils évoluent. Une connaissance intime du secteur bancaire et des différentes institutions financières s'avère extrêmement utile pour gérer les périodes de tensions et de crise sur les marchés monétaires et de crédit. Les banques centrales ont dû se prononcer de manière quasi instantanée sur la fourniture de liquidité, sous différentes formes et avec des échéances différentes. Dans certaines circonstances, le fait de pouvoir évaluer la solvabilité des intervenants de marché et l'ampleur réelle de leurs besoins se révèle très utile. Plus généralement (et en quelque sorte sur le plan académique), en périodes de crise, la distinction entre problèmes de liquidité et problèmes de solvabilité devient à la fois plus importante et beaucoup plus difficile à établir. Le fait d'avoir toutes les cartes en main, si je puis dire, minimise le risque de commettre des erreurs.

Deuxièmement, en ce qui concerne l'infrastructure de surveillance, il me semble que les dispositifs clairs, simples, solides et pragmatiques ont obtenu de meilleurs résultats que les schémas plus sophistiqués et plus élaborés. Comme vous le savez, j'ai dû moi-même faire face à une situation de crise aiguë et prendre des décisions en temps réel concernant une institution financière de premier plan active au niveau international. À aucun moment je n'ai eu le sentiment que nos dispositifs actuels étaient déficients et m'empêchaient de me procurer les informations nécessaires et de prendre les décisions qui s'imposaient. Comme vous le savez également, si l'on se place dans la perspective de l'intérêt public, nous avons pu résoudre la situation sans perturbation significative pour les marchés de capitaux. Personne ne connaît l'avenir, mais j'ai tendance à sortir de cet épisode animé d'une certaine confiance dans le caractère approprié de nos dispositifs actuels.

Outre les banques centrales, les gouvernements de l'ensemble des pays ont estimé approprié d'agir pour essayer de rétablir la stabilité financière au moyen d'un éventail plus diversifié de mesures. Des initiatives ont été prises afin, premièrement, de recapitaliser les banques grâce à l'injection de fonds publics et, deuxièmement, conforter la confiance dans les systèmes de garantie des dépôts. Dans un cadre européen, ces mesures prennent essentiellement la forme de décisions nationales qui, dans de nombreux cas, ont dû être prises dans l'urgence. D'où l'impression, tout au moins au début, que la coordination n'était peut-être pas

parfaite. Mais les choses se mettent progressivement en place et je suis persuadé que les problèmes qui demeurent en suspens seront traités rapidement, conformément à la feuille de route et aux principes communs récemment adoptés par l'Ecofin.

J'encouragerais donc tous les intervenants de marché à prendre du recul et, comme l'a dit Jean-Claude Trichet, à « reprendre leurs esprits » pour examiner l'ensemble des mesures qui ont été rendues publiques. Il est vrai qu'elles ont été annoncées au travers d'une succession de déclarations publiques, mais, considérées toutes ensemble, elles constituent des étapes décisives, et un dispositif cohérent, vers un retour de la confiance. Je suis convaincu que ces mesures auront une incidence extrêmement significative sur l'économie réelle et la croissance future.

Dans l'ensemble, il convient de reconnaître que l'euro a réussi le test et sort renforcé des difficultés actuelles. L'Eurosystème continuera de remplir sa mission prioritaire de maintien de la stabilité des prix tout en contribuant également à l'objectif plus large de stabilité financière. La coopération s'intensifie entre les gouvernements. La zone euro a ainsi montré qu'elle était bien armée pour se montrer à la hauteur de ses responsabilités en tant que véritable acteur d'envergure mondiale dans le système monétaire international du XXI^{ème} siècle.

Je vous remercie de m'avoir donné l'occasion d'exprimer mon point de vue.