



« Réflexions sur la crise »

Christian Noyer

Gouverneur de la Banque de France

Discours au Congrès de la Fédération nationale du Crédit Agricole

Nice, 21 octobre 2008

M. le Président, Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir pour moi de participer au Congrès de la Fédération nationale du Crédit Agricole. Je suis heureux d'être ici, au milieu de nombreux collègues et amis, dans cette atmosphère unique qui marque vos Assemblées. Je sais que, nulle part ailleurs, on ne mélange aussi bien la plus chaude convivialité et le plus grand professionnalisme. C'est pourquoi je voudrais saisir cette occasion pour vous présenter quelques réflexions sur la situation présente.

Depuis plus d'un an, le système financier mondial est en crise. Cette crise n'est pas terminée. Mais vous le savez, tout est mis en œuvre pour en contenir les effets. Et, dans ce combat, les banques centrales se sont d'emblée placées au premier rang.

Il est aujourd'hui trop tôt pour tirer toutes les leçons des événements. Il est en revanche indispensable de réfléchir dès maintenant à l'expérience des derniers mois. Plus encore en période de tensions qu'en temps normal, l'action et la réflexion doivent s'alimenter l'une l'autre. C'est au moment même où nous gérons la crise que nous posons les fondements du système financier futur. Je suis heureux de pouvoir le faire avec vous et en votre compagnie.

Je me propose d'organiser mes réflexions autour de quatre thèmes :

La nature de la crise financière

Les politiques mises en œuvre pour y faire face

Les perspectives macroéconomiques

Les perspectives de la régulation financière

La nature de la crise

Cette crise nous est d'abord apparue comme une crise de liquidité. C'est par des tensions sur la liquidité que se sont manifestés les premiers symptômes. On peut en dater le début au mois d'août 2007 quand des perturbations sévères sont apparues sur le marché interbancaire. Plus d'un an après, ces tensions sont toujours présentes sur les marchés monétaires. En témoignent, le niveau très anormal des *spreads*, le raccourcissement des maturités, ainsi que le rétrécissement, voire la disparition de certains segments du marché. Par contagion, ces tensions affectent également les sociétés non financières et le financement de l'économie aux États-Unis par exemple, plus encore qu'en Europe, les émissions de billets de trésorerie restent aujourd'hui très difficiles.

Cette crise nous est aussi apparue comme une crise de la titrisation. La titrisation est une technique très ancienne, qui a été appliquée avec succès depuis trente ans au refinancement des prêts automobiles, des crédits à la consommation, et, (oui !) des prêts immobiliers. Depuis dix ans, toutefois, elle est également utilisée dans des conditions plus discutables : pour financer à très court terme des produits complexes et structurés dont la liquidité est inexistante et la valeur très incertaine, car le plus souvent déterminée par des modèles théoriques.

De tels montages sont intrinsèquement vulnérables et fragiles. Cette fragilité a été doublement dissimulée par l'abondance de la liquidité et l'action de certains intermédiaires de marchés, en particulier les agences de notation et les assureurs monolines.

Quand l'argent était abondant, même les créances de qualité médiocre ou de valeur incertaine pouvaient aisément trouver un refinancement. Ceci d'autant plus que la qualité de ces créances était artificiellement « rehaussée » par une notation favorable et une garantie assurantielle. Avec les premiers défauts sur les crédits *subprimes*, toutes ces protections se sont rapidement effondrées. La liquidité, c'est une de ses caractéristiques, s'est évaporée beaucoup plus vite qu'elle n'était apparue. Les dégradations de notes par les agences se sont succédées en cascade, avec une rapidité et, surtout, une brutalité que rien, dans la métrique utilisée et la méthodologie affichée, ne laissait anticiper. Enfin, il est vite apparu que le capital des assureurs monolines était très insuffisant pour leur permettre de faire face aux engagements qu'ils avaient contractés.

Il est alors devenu évident, que loin d'être réparti dans l'ensemble du système, le risque de crédit était implicitement ou explicitement concentré entre les mains de certaines institutions, au premier rang desquelles les grandes banques d'investissement. D'où la succession de vagues de dépréciations sur produits structurés, imposées par les règles comptables en vigueur, ces dépréciations créant elles-mêmes des doutes sur la solvabilité des institutions, des restrictions sur la liquidité et de nouvelles baisses dans les prix des actifs. Cette spirale négative se poursuit encore aujourd'hui.

L'effondrement de la titrisation structurée a mis en lumière une réalité fondamentale. Pour une grande part, l'innovation financière de ces dernières années a servi en fait, non pas à mieux gérer et répartir le risque, mais à accroître le volume de crédit par unité de fonds propres, ce que nous appelons dans notre jargon, l'effet de levier. La hausse du levier se manifeste partout : dans l'expansion du bilan des banques ; dans la multiplication des véhicules hors bilan qui fonctionnent, pour la plupart, sans fonds propres, c'est-à-dire avec un levier infini ; enfin, comme je l'ai dit, dans l'utilisation du capital limité des assureurs monolines pour garantir un volume important de produits structurés.

Une caractéristique bien connue du levier est qu'il amplifie à la fois les gains et les pertes. Le boom immobilier américain a engendré, pendant de nombreuses années, des retours importants sur investissement. Mais, avec le retournement du marché, des dépréciations très importantes ont dû être constatées sur les produits structurés qui ont dépassé, pour beaucoup d'institutions, le niveau de leurs fonds propres. L'impossibilité de se recapitaliser a conduit certaines à la défaillance.

Comment, dans cet environnement, apprécier la situation et la performance de nos banques ? Bien sur, elles ne sont pas à l'abri de la crise. Elles ont des expositions directes ou indirectes (notamment à travers les monolines américains) sur les produits structurés. Elles ont dû constater des dépréciations d'actifs, parfois substantielles. Elles subissent aussi l'impact de l'évaporation de la liquidité de la paralysie de certains marchés et, plus généralement, la hausse de leurs coûts de refinancement.

Cela dit, nos banques sont solides et profitables. Quatre faits méritent d'être rappelés, qui, dans le tumulte actuel, sont parfois perdus de vue :

Premièrement, les fonds propres des banques françaises sont élevés, bien au-delà des minima imposés par la régulation prudentielle et du niveau de leurs concurrents européens.

Deuxièmement, nos banques dans l'ensemble continuent à faire des bénéfices : plus de 7 milliards d'euros au premier semestre 2008. Nous veillons à ce que ces résultats soient établis sans complaisance. Selon toute probabilité, cette tendance – des bénéfices réduits, mais positifs – devrait se maintenir pour le reste de l'année.

Troisièmement, nos banques ont des sources régulières de revenus. Ce sont des banques universelles. Cela les différencie de banques de certains pays étrangers qui dépendent exclusivement, ou majoritairement, des marchés financiers. Nos banques ont une base solide et récurrente de profits futurs. C'est un atout vital à une époque où il est difficile de trouver des fonds propres en émettant des actions sur le marché.

Enfin, nos banques restent très « manœuvrantes » et prêtes à tenir leur rôle dans la restructuration éventuelle du secteur financier international.

Je trouve, dans ces constats, une source de confiance. Au-delà des tensions et des incidents, parfois graves, qui ont affecté la période récente, nos banques peuvent être légitimement fières des efforts de productivité et d'innovation accomplis depuis deux décennies, qui les mettent aujourd'hui en situation de bien affronter les turbulences qui peuvent encore se produire dans l'avenir.

Les politiques publiques dans la crise

Au cours des deux dernières semaines, nous avons assisté à une inflexion sensible des politiques publiques vis-à-vis des institutions financières. Jusque là exclusivement orientées vers l'apport de liquidité, les interventions publiques visent aussi, désormais, à soutenir le financement et les fonds propres des banques. Ce changement d'orientation est important.

Les problèmes de liquidité restent cruciaux à ce stade de la crise. Le retour à la normale sur les marchés interbancaires est amorcé mais il reste encore du chemin à parcourir. Les banques centrales ont mobilisé pour ce faire une puissance de frappe considérable.

Les actions prises dans les derniers jours marquent l'aboutissement d'un processus à l'œuvre depuis plus d'un an. Les banques centrales ont ajusté leurs cadres opérationnels selon quatre axes :

Premièrement, la maturité de leurs facilités a été allongée, pour aider à débloquer le marché monétaire au-delà du compartiment de court terme.

Deuxièmement, la gamme des contreparties éligibles a été élargie pour permettre une diffusion maximale de la liquidité dans le système.

Troisièmement, le périmètre du collatéral admissible au refinancement a été étendu.

Enfin, une coordination internationale extrêmement étroite entre autorités monétaires assure que les actions prises par chacune s'inscrivent dans une stratégie d'ensemble cohérente, tout en tenant compte des spécificités propres à chaque zone.

Ces mesures exceptionnelles devraient contribuer fortement à restaurer la confiance et à normaliser le fonctionnement des marchés monétaires. Au total, *conjuguées à la baisse coordonnée des taux directeurs du 8 octobre*, elles permettent désormais aux banques européennes de se refinancer à court terme à un taux qui est inférieur de 120 points de base à celui qui prévalait il y a encore 10 jours.

Les États interviennent aussi désormais pour soutenir la solvabilité et la solidité des banques. Grâce, notamment, au rôle leader de la France, l'Europe s'est organisée. Depuis la déclaration de Paris des pays

membres de la zone euro, les Européens disposent d'un plan d'action solide et cohérent. Il est d'ores et déjà entré en application selon trois grands axes.

D'une part, les autorités soutiennent le refinancement des banques en leur offrant des garanties, afin qu'elles puissent elles-mêmes financer correctement l'économie.

D'autre part, des réformes très significatives des règles comptables sont en cours de finalisation. L'une vise à adapter le cadre actuel sur ce qui se fait de mieux dans le monde aujourd'hui : elle permettra aux banques de transférer des instruments jusque là comptabilisés en valeur de marché vers des portefeuilles où ils ne le seront plus. L'autre assouplira le mode de calcul de la « juste valeur » pour les actifs valorisés en valeur de marché, et pour lesquels il n'y a plus de marché : ceci garantira que la valorisation de ces produits soit adaptée aux circonstances de marché qui prévalent depuis plusieurs mois.

Enfin, les États ont confirmé leur soutien à la recapitalisation des banques.

Pour la France, le Gouvernement et le Parlement ont très rapidement décliné ces principes européens de la façon suivante :

La loi a créé une « société de refinancement » destinée à garantir le refinancement des banques pour des maturités moyennes (jusqu'à 5 ans). Cette société, qui agit sous l'étroit contrôle de l'État et de la Banque de France, dispose d'une capacité de crédit de 320 milliards d'euros. La garantie est accordée à titre onéreux, afin que les banques qui la solliciteront assument un coût correspondant à des conditions normales de marché.

La loi donne à une société détenue par l'État la possibilité de souscrire à des émissions de titres subordonnés ou d'actions de préférence.

D'ores et déjà des travaux sont en cours au niveau de la place de Paris pour préparer la mise en œuvre des nouvelles règles comptables adoptées au niveau international.

Les dispositifs mis en place permettront à l'ensemble de nos banques d'accroître leurs fonds propres et leur capitalisation. En avaient-elles vraiment besoin ? Il faut ici, me semble-t-il, bien distinguer deux situations.

D'abord le cas particulier de DEXIA, frappée par son exposition aux risques monoline américain, et dont la recapitalisation publique était absolument nécessaire.

Ensuite, le cas de toutes les autres banques françaises, sans exception, dont les fonds propres sont aujourd'hui amplement suffisants tant au regard des exigences prudentielles, que par comparaison aux normes et aux situations en vigueur dans les autres pays développés. Pour nos banques, et contrairement à d'autres pays, la recapitalisation publique n'a donc pas pour objet de pallier un quelconque défaut ou une quelconque faiblesse. Mais il faut anticiper. Nous traversons aujourd'hui des circonstances exceptionnelles dans lesquelles même les banques les plus profitables et les plus solides, comme le sont les banques françaises, ne sont pas assurées de trouver sur le marché les ressources nécessaires. Tant que persiste cette incertitude, nous devons mettre notre système de crédit à l'abri des aléas et préserver son rôle dans le financement de l'économie.

Les perspectives macroéconomiques

De grandes inquiétudes se manifestent aujourd'hui dans l'opinion, et chez les analystes, quant aux conséquences économiques de la crise. Je comprends ces inquiétudes. Je ne les partage pas totalement.

À court terme, certes, les perspectives sont peu favorables. Tous les indicateurs illustrent une baisse générale de la confiance, tant chez les consommateurs que les investisseurs. Cette baisse n'est pas propre à la France ; au contraire, elle se manifeste beaucoup plus fortement chez nos partenaires et aux États-Unis.

Les indicateurs, toutefois, nous renseignent seulement sur l'avenir proche. Au-delà de un ou deux trimestres, la prévision s'appuie davantage sur l'analyse, la réflexion, le jugement. Dans les circonstances actuelles, c'est particulièrement difficile. C'est peut-être la raison pour laquelle prévaut, depuis quelques jours, un courant de pensée, je dirais presque une mode intellectuelle, selon laquelle toute crise bancaire a nécessairement des conséquences profondes et durables. Dans cette ligne, les optimistes se réfèrent à l'expérience suédoise des années 1980, qui a été marquée par près de trois ans sans croissance économique ; les pessimistes mentionnent le Japon et sa « décennie perdue » à la suite de la crise bancaire.

Mais comparaison n'est pas raison. Notre situation, aujourd'hui, est profondément différente. D'abord, je l'ai dit, nos banques, et particulièrement les banques françaises, sont solides. Ensuite, la réaction de politique économique a été, dans tous les pays, particulièrement vigoureuse et rapide. Je voudrais rappeler à nouveau :

- que toutes les banques européennes disposent désormais d'un accès illimité, et à taux fixe, à la liquidité à court terme en euros, comme en dollars ;
- qu'il existe dans tous les pays des systèmes de garantie permettant aux banques d'assurer leur financement et, donc, le maintien de leur activité de crédit ;

- que les systèmes bancaires sont partout recapitalisés à des niveaux équivalents ou supérieurs à ceux qui prévalaient avant la crise ;
- et que, enfin, les instruments de politique macroéconomique restent disponibles et pourraient être utilisés si l'activité venait à reculer durablement.

De plus, nous assistons depuis deux mois à un renversement du choc pétrolier et alimentaire qui a fortement pénalisé la croissance de l'économie au cours du premier semestre. Les prix sont désormais en baisse. Si cette tendance se confirme, ou, simplement, se stabilise, on peut anticiper un ralentissement progressif, mais marqué, de l'inflation. Ceci devrait spontanément procurer aux ménages un pouvoir d'achat supplémentaire, contribuant ainsi au redémarrage possible de la consommation.

Considérées globalement, ces évolutions me paraissent de nature à stabiliser l'économie et permettre une reprise de la croissance dans le courant de l'année 2009. Nous ne pouvons, bien sûr, ni dater précisément, ni prévoir l'ampleur de cette reprise. Mais il me semble que cette perspective, celle d'un redémarrage significatif de la croissance en 2009, est aujourd'hui insuffisamment prise en compte, tant par les analystes que par les marchés.

Les dernières prévisions du FMI envisagent d'ailleurs pour la zone euro, et plus encore pour la France, un rebond de la croissance dans la seconde moitié de 2009 [*respectivement + 0,6 % et + 0,8 % en 2009Q4/2008Q4*]. S'agissant de l'inflation en 2009, le FMI la place aujourd'hui à respectivement 1,9 % et 1,6 % pour la zone euro et la France. Cela n'est pas le scénario noir que d'aucuns prédisent. Or, ces prévisions du FMI sont construites sur des hypothèses plutôt pessimistes : elles reposent sur un prix du pétrole 30 % plus élevé que celui qui prévaut aujourd'hui et n'intègrent pas du tout les plans d'actions annoncés depuis dix jours.

Les perspectives de la régulation financière

La crise a mis en évidence la nécessité de repenser les fondements de la régulation des systèmes financiers. Elle a ravivé les discussions sur l'architecture de leur supervision. Sous l'impulsion du Président de la République, les Européens plaident pour la fondation d'un nouveau « Bretton Woods », c'est-à-dire un nouvel ordre financier international. Je crois utile de repenser les fondements de notre réglementation financière. Il faut le faire sans précipitation, mais également sans tabou. Une meilleure régulation apparaît nécessaire dans plusieurs domaines, qui vont des agences de notation, à la gestion des risques, en passant par l'organisation des marchés ou encore la question de la rémunération.

Pour contribuer à ce débat ambitieux qui s'ouvre, permettez-moi deux réflexions à ce propos. L'une sur les fluctuations des systèmes financiers. L'autre sur la supervision financière.

Par nature, les systèmes financiers qui opèrent dans le cadre d'une économie de marché développée sont soumis à des forces cycliques. Le capital des établissements financiers évolue parallèlement aux mouvements de prix d'actifs lorsque ces fluctuations se traduisent par des gains (ou des pertes) en capital. La poursuite d'un objectif de ratio de capital (d'effet de levier) constant tend à renforcer cet effet, en soutenant la demande d'actifs lorsque leurs prix montent, et inversement.

L'enjeu pour les autorités est d'évaluer si et dans quelle mesure les dispositifs de régulation financière renforcent ces dynamiques. Pour le dire autrement, il est de savoir si la réglementation financière décidée dans une perspective microéconomique produit des effets qui affectent l'ensemble du système financier. C'est avec de telles questions à l'esprit que des travaux sont en cours pour examiner la portée des normes prudentielles. C'est aussi sur cette base que les ajustements comptables que j'ai mentionnés plus tôt ont été pris.

De façon plus générale, il faudra que nous parvenions à mettre en place des systèmes de supervision plus adaptés aux développements économiques. Ce qui est en jeu aujourd'hui est la nécessité de développer une politique dite macroprudentielle. Son principe général est simple à comprendre. Il s'agit de faire en sorte que la supervision parvienne à limiter les risques pour la stabilité financière liés non pas seulement à une institution, mais aussi au système financier dans son ensemble. Sa mise en application est en revanche complexe. Nous n'en sommes pour le moment qu'au stade des réflexions. Celles-ci portent sur les outils sur lesquels une politique macroprudentielle pourrait reposer. Elles portent aussi, au-delà des outils eux-mêmes, sur les conditions de recours à ces outils.

Sur la supervision, cette crise a démontré les avantages évidents qu'il y a à ce que le superviseur bancaire soit proche de la banque centrale. C'est une conclusion désormais partagée par tous les banquiers centraux, quel que soit l'environnement réglementaire dans lequel il opère. Une connaissance intime du secteur bancaire et des diverses institutions financières est extrêmement utile pour agir et décider dans des périodes de turbulences sur les marchés monétaires et de crédit. Les banques centrales ont eu depuis le début de la crise à juger presque instantanément de l'opportunité d'injecter des liquidités sous différentes formes et pour diverses échéances. Être en mesure d'évaluer la qualité des participants de marché et la réalité de leur besoin est alors particulièrement précieux. Plus généralement, il est crucial en temps de crise de distinguer entre les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité. C'est alors un atout considérable d'avoir en main toutes les cartes.

Sur l'infrastructure même de la supervision, il me semble clair que les dispositifs simples, robustes et pragmatiques ont fait la preuve de leur efficacité par rapport à des schémas plus sophistiqués et complexes. Au cours des derniers mois, à aucun moment je n'ai eu le sentiment que notre organisation était déficiente ou m'empêchait d'obtenir les informations adéquates pour prendre les décisions qui s'imposaient. Nous avons su traiter toutes les situations. Et j'ai pu constater tous les jours l'efficacité de notre système de supervision.

Pour autant, il ne fait pas de doute qu'il faille mener une réflexion approfondie et complète sur la structure optimale de supervision financière en Europe. Avec l'intégration rapide des marchés, les structures doivent s'adapter. Je soutiens fermement le processus Lamfalussy et je suis convaincu que les efforts actuels pour l'améliorer et le développer méritent toute notre attention. Je crois tout aussi fermement que le processus doit être conduit avec pragmatisme et en prise complète avec la réalité plutôt que sur la foi d'un schéma ou d'une vision théorique.

Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs, nous vivons une période de notre histoire économique extrêmement difficile.

J'ai néanmoins la ferme conviction que nous disposons en France et en Europe non seulement des outils propres à nous aider à sortir de cette crise, mais aussi de la vision nécessaire pour guider nos actions.

Les autorités publiques ont démontré leur volonté de soutenir le système financier. Il est désormais essentiel que celui-ci fasse preuve du dynamisme et de l'initiative qu'on lui connaît afin que le crédit dont a besoin l'économie soit disponible en quantité et en qualité suffisante.

Je suis sûr que le Crédit Agricole saura, conformément à son histoire, mobiliser son énergie pour le bien de notre économie.

Je vous remercie.