



« Réflexions sur la crise »

Christian Noyer
Gouverneur de la Banque de France

Colloque « Marchés financiers : aspects passés, présents et futurs »
célébrant le 150^{ème} anniversaire des relations franco-japonaises

Tokyo, 17 novembre 2008

Messieurs les gouverneurs, Mesdames et Messieurs,

C'est vraiment un très grand plaisir pour moi de participer à ce colloque organisé dans le cadre de la célébration du 150^{ème} anniversaire des relations entre la France et le Japon. Je voudrais dire tout d'abord que j'ai été particulièrement touché de la francophilie et de la francophonie dont le gouverneur Nishimura vient de faire preuve en débutant son discours par de très d'aimables paroles prononcées dans la langue de Molière. Je suis, moi-même –certains d'entre vous le savent– un amoureux du Japon et sa culture. Depuis 25 ans je viens quasiment chaque année au Japon, pays dans lequel je compte des amis très chers, dont certains sont ici aujourd'hui. Vous voudrez bien m'excuser, toutefois, de ne pas pouvoir offrir la réciprocité à monsieur Nishimura : je préfère, en effet, ne pas me risquer à introduire mes propos en japonais.

Outre l'excellence de la qualité des relations personnelles de leurs dirigeants, je suis très heureux de pouvoir dire que la Banque de France et la Banque du Japon entretiennent, de longue date, une relation d'amitié et de coopération très forte et très fructueuse. C'est donc avec beaucoup d'enthousiasme qu'elles ont voulu prendre toute leur part à la célébration du 150^{ème} anniversaire des relations entre nos deux pays. Le 8 janvier dernier, à Paris, nous avons, le Gouverneur Fukui et moi, co-présidé un colloque, organisé par nos deux banques centrales, intitulé : « Banque de France, Banque du Japon : regards croisés ». Avec leur participation au colloque de ce jour, la Banque du Japon et la Banque de France contribuent donc de nouveau, à Tokyo cette fois, à la célébration du 150^{ème} anniversaire. Je tiens à remercier le groupe économique franco-japonais dit « Paris Club », qui a joué un rôle primordial dans l'organisation de ce colloque ainsi que la Chambre de Commerce et d'Industrie franco-japonaise et l'Association des banquiers japonais qui y ont aussi apporté leur précieuse contribution.

Nous n'imaginions pas, lorsqu'il fut fixé, que le thème de notre colloque (« Les marchés financiers : passé, présent et futur ») serait d'une telle actualité. Je voudrais donc saisir l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui pour vous présenter quelques réflexions sur la situation actuelle. Depuis plus d'un an, le système financier mondial est en crise. Cette crise n'est pas terminée. Vous le savez, tout est mis en oeuvre pour en contenir les effets. 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.

Je me propose de le faire avec vous. Pour cela, je souhaite organiser mon propos autour de quatre thèmes :

- La nature de la crise financière
- Les politiques mises en oeuvre 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. 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.

Cette crise nous est aussi apparue comme une crise de la titrisation. Vous le savez, la titrisation est une technique ancienne et en réalité très efficace et utile. La nouveauté dans cette crise est que dans la période qui l'a précédée, la titrisation a été utilisée dans des structures financières très instables, qui finançaient à court terme des produits complexes et structurés très peu liquides et à la valeur très incertaine. L'instabilité de telles structures était largement masquée. L'abondance de la liquidité permettait en effet de refinancer même les créances de qualité médiocre ou de valeur incertaine. En outre, une notation favorable et une garantie assurantielle permettaient de rehausser artificiellement la qualité de ces créances. La montée des défauts, d'abord sur les crédits *subprime*, déclencha une réaction en chaîne dont les conséquences continuent de se faire sentir aujourd'hui. Les diverses protections mises en place se sont révélées inefficaces. La liquidité 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 sans commune mesure avec la qualité présumée des actifs en question.

L'effondrement de la titrisation structurée a mis en lumière deux réalités fondamentales. La première est que, loin d'être mieux géré et 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 dépréciations, imposées par les règles comptables en vigueur, ces dépréciations nourrissant des doutes sur la solvabilité des institutions, des restrictions sur la liquidité et de nouvelles baisses de prix d'actifs. La seconde réalité est que l'innovation financière a alimenté une hausse considérable de l'effet de levier dans tout le système financier. Les signes en sont nombreux. Les bilans bancaires se sont gonflés. Les véhicules hors bilan sans vrais fonds propres se sont démultipliés. Les assureurs *monolines* ont accordé des volumes de garanties pour les produits structurés bien au-delà de ce que leur capital permettait. L'effet de levier, vous le savez, fonctionne de façon symétrique. Il amplifie les gains comme les pertes. Les gains excessifs prirent la forme d'un boom immobilier aux États-Unis. Pour ce qui est des pertes excessives, nous les subissons aujourd'hui. Le processus de réduction de l'effet de levier à l'œuvre depuis plusieurs mois implique que, pour les intermédiaires financiers incapables de lever des fonds propres, l'accumulation de dépréciations et de pertes détruit leur capital au point de les conduire à la faillite.

Dans ce contexte, qu'en est-il des banques françaises ? Bien sûr, elles ne sont pas à l'abri de la crise. Des expositions directes ou indirectes aux produits structurés les ont forcé à constater des dépréciations d'actifs, parfois substantielles. L'évaporation de la liquidité et la paralysie de certains marchés les frappent. Et elles subissent comme les autres la hausse des coûts de refinancement. Cela dit, nos banques sont solides et robustes. Il faut en effet garder à l'esprit les faits suivants. 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 et, à ce propos, nous veillons à ce que ces résultats soient établis sans complaisance. Troisièmement, nos banques ont des sources régulières de revenus. Ce sont des banques universelles et, partant, moins vulnérables aux conditions des marchés financiers. Leur base solide et récurrente de profits futurs est un atout vital dans les circonstances présentes. Enfin, nos banques restent très « manoeuvrantes » et prêtes à tenir leur rôle dans la restructuration éventuelle du secteur financier international. Au total, nos banques tirent aujourd'hui les fruits des efforts de productivité et d'innovation accomplis depuis deux décennies.

Les politiques publiques dans la crise

Au cours des 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. Les marchés interbancaires montrent des premiers signes de normalisation, mais il reste encore du chemin à parcourir. Les banques centrales ont mobilisé pour ce faire une puissance de frappe considérable. Au terme d'un processus à l'oeuvre depuis plus d'un an, les banques centrales ont ajusté leurs cadres opérationnels selon quatre axes. S'agissant de l'Eurosystème, la maturité de leurs facilités a été allongée ; la gamme des contreparties éligibles a été élargie ; le périmètre du collatéral admissible au refinancement a été étendu ; les procédures d'appel d'offre ont été modifiées pour offrir de la liquidité de banque centrale pour des montants illimités ; enfin, une coordination internationale extrêmement étroite s'est renforcée, ce qui 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 sont exceptionnelles. En tant que telles, elles devraient contribuer fortement à restaurer la confiance et à normaliser le fonctionnement des marchés monétaires.

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. Sans entrer dans les détails, je crois qu'il faut garder à l'esprit trois principes importants. D'une part, les autorités garantissent le refinancement des banques, afin qu'elles puissent elles-mêmes financer correctement l'économie. D'autre part, des réformes très significatives des règles comptables ont été introduites. Elles permettent aux banques, comme c'était déjà le cas aux États-Unis, de transférer des instruments jusque-là comptabilisés en valeur de marché vers des portefeuilles où ils ne le seront plus. Elles offrent également une plus grande souplesse dans le calcul de la « juste valeur » pour les actifs valorisés pour lesquels il n'y a plus de marché. Enfin, les États ont confirmé leur soutien à la recapitalisation des banques.

Qu'en est-il des actions en France ? Le Gouvernement et le Parlement ont très rapidement décliné les principes européens que je viens d'énumérer. La loi qui a été adoptée dispose de deux choses principalement. D'une part, elle a créé une « société de refinancement » dotée de 320 milliards d'euros pour garantir le refinancement à moyen terme des banques. Cette société agit sous l'étroit contrôle de l'État et de la Banque de France. La garantie est accordée à titre onéreux, afin que les banques qui la solliciteront assument un coût correspondant à des conditions normales de marché. D'autre part, 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. Comme vous le savez, six établissements ont exprimé leur intention d'émettre des dettes subordonnées et le Gouvernement a signalé qu'il souscrirait 10,5 milliards de ces émissions. Ces dispositions permettront à l'ensemble de nos banques de renforcer leurs fonds propres et de sécuriser leur financement, pour continuer ce financement sur de bonnes bases de l'économie réelle.

Les banques françaises en avaient-elles vraiment besoin ? Si l'on met de côté le cas de DEXIA, la réponse est : pas vraiment. Pour DEXIA, sa forte exposition aux *monolines* américains rendait sa recapitalisation sur fonds publics nécessaire. En revanche, toutes les autres banques françaises, sans exception, ont des fonds propres aujourd'hui amplement suffisants tant au regard des exigences prudentielles, que par comparaison à leurs pairs. La recapitalisation publique n'a donc pas pour objet de pallier un quelconque défaut ou une quelconque faiblesse. Elle vise à anticiper. Les circonstances que nous vivons sont exceptionnelles. Même les banques les plus profitables et les plus solides ne sont pas assurées de pouvoir se financer aisément. Tant que cette incertitude persiste, nous devons mettre notre système de crédit à l'abri des aléas et préserver le financement de l'économie.

Les perspectives macroéconomiques

Des 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.

Il est tentant, pour comprendre notre situation et décrypter l'avenir, de tirer des leçons du passé par simple analogie. De fait, prévaut depuis quelques temps une vogue selon laquelle, sur la foi du passé, toute crise bancaire a nécessairement des conséquences profondes et durables. Les tenants optimistes de cette proposition prédisent une crise à la suédoise, plutôt courte. Les tenants pessimistes renvoient à la « décennie perdue » qu'a traversé le Japon à la suite des krachs boursier et immobilier.

Si connaître le passé a une utilité, c'est précisément pour apprendre des erreurs de nos prédécesseurs. Pour cette simple raison, toute comparaison avec les crises passées est source de confusion. Non seulement notre situation économique, aujourd'hui, est profondément singulière, mais aussi elle est aussi gérée très différemment des crises passées. Permettez-moi de n'insister que sur une seule différence, à savoir les réactions de politique économique. Celles mises en place par la communauté internationale ont été rapides, massives et vigoureuses. En outre, les instruments de politique macroéconomique restent disponibles et pourraient être utilisés si l'activité venait à reculer durablement.

Au-delà, l'environnement macroéconomique change. Le choc pétrolier et alimentaire qui a fortement pénalisé la croissance au cours du premier semestre semble s'inverser. Les prix sont désormais en baisse. Si elle se confirme, cette tendance devrait spontanément procurer aux ménages un pouvoir d'achat supplémentaire et contribuer au redémarrage possible de la consommation et de l'investissement. Considérées globalement, ces évolutions devraient contribuer à stabiliser l'économie et permettre une reprise de la croissance dans le courant de l'année 2009. Quand précisément et pour quelle ampleur sont difficiles à prédire.

Les perspectives de la régulation financière

La crise a mis en évidence la nécessité de repenser les fondements de la régulation des systèmes financiers et a ravivé les discussions sur l'architecture de leur supervision.

Sous l'impulsion du Président de la République française, 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 et 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. Certaines traduisent le cycle d'affaire. D'autres sont internes aux systèmes financiers. L'enjeu pour les autorités est d'évaluer si et dans quelle mesure la régulation financière décidée dans une perspective microéconomique produit des effets qui affectent l'ensemble du système financier. Il faut mettre en place des systèmes de supervision adaptés aux développements économiques et développer une politique dite macroprudentielle. Le principe général d'une telle politique est simple à comprendre. Il s'agit d'intégrer dans la supervision des objectifs de stabilité non pas seulement des institutions, mais le système financier dans son ensemble. Sa mise en œuvre est en revanche complexe. Nous n'en sommes pour le moment qu'au stade des réflexions sur les outils disponibles et leurs conditions d'utilisation.

Sur la supervision, cette crise a montré une chose. Elle a mis en lumière les mérites qu'il y a à ce que le superviseur bancaire soit proche de la banque centrale. Mon point est que, au-delà des choix institutionnels, une connaissance intime du secteur bancaire et des diverses institutions financières est extrêmement utile à la banque centrale en période de crise. Cela est indispensable lorsque l'on a à juger presque instantanément de l'opportunité d'injecter des liquidités sous différentes formes et pour diverses échéances.

Je vous remercie.