

# Lettre introductive au Rapport annuel de la Banque de France

Adressée à :

Monsieur le Président de la République,  
Monsieur le Président du Sénat,  
Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

par :

Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France

Exercice 2012



J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives.

L'économie française est confrontée à des défis exceptionnels. Pour la deuxième année consécutive, la croissance sera en 2013 proche de zéro, très en deçà du niveau nécessaire au maintien de l'emploi. L'environnement international reste incertain, malgré les politiques monétaires très accommodantes menées depuis plusieurs années dans tous les pays développés. La dette publique se situe au niveau le plus élevé depuis la seconde guerre mondiale. Enfin, les déséquilibres et incertitudes de la zone euro ne sont pas totalement résorbés.

Pour certains observateurs, aujourd'hui, l'Europe imposerait des contraintes excessives. Cette vision est erronée. Si des règles de discipline européennes existent, c'est parce qu'elles sont nécessaires à la cohésion et à l'équilibre de la zone euro. Malgré les troubles des trois dernières années, celle-ci reste la deuxième zone monétaire, le plus grand marché et la concentration la plus élevée de pouvoir d'achat au monde.

Les contraintes viennent d'abord de la transformation de l'économie mondiale et de l'exigence de compétitivité qu'elle impose. Des milliards d'êtres humains aspirent au niveau de richesse des pays les plus avancés. Conjuguée aux changements et aux progrès de la technologie, cette aspiration légitime entraîne des bouleversements profonds dans la géographie économique mondiale et les conditions de production. Dans cet environnement, la France dispose d'atouts pour assurer sa croissance et sa prospérité : la démographie la plus dynamique en Europe, la maîtrise de nombreuses technologies avancées, des infrastructures publiques de qualité. Mais sa compétitivité se dégrade et, depuis une décennie, elle ne tire plus le même parti des opportunités qu'offre la mondialisation, alors même qu'elle est exposée aux risques et aux chocs qui en résultent.

Les contraintes viennent aussi pour la France de sa dette publique élevée, fruit de décennies de déséquilibres accumulés dans les finances publiques. Plus de 60 % de la dette publique est aujourd'hui détenue par des non-résidents, reflet de l'attractivité relative de cette dette dans la zone euro mais aussi facteur de

dépendance financière. Les conditions financières actuelles, exceptionnellement favorables, associées à l'appartenance à la zone euro, offrent une opportunité unique de consolidation et de redressement.

La stratégie de redressement de nos comptes publics est parfois contestée, au nom d'une politique budgétaire plus activiste, visant à stimuler la demande pour soutenir la croissance. Le débat est suffisamment vif pour mériter que l'on s'y arrête.

À court terme, l'efficacité des politiques budgétaires – ou, en termes techniques, les « multiplicateurs » – dépend des circonstances. En situation de grave dépression économique ou de déflation, il faut soutenir la demande, voire intervenir pour préserver des structures de production viables mais temporairement menacées dans leur existence. Mais ces politiques sont nécessairement temporaires car, bien qu'elles permettent d'affronter une crise aiguë (le PIB mondial a chuté de plus de 5 % au premier trimestre 2009), elles peuvent aussi devenir un frein au rebond si elles sont prolongées trop longtemps. Et ce d'autant plus lorsqu'elles ont été adoptées comme en France à partir d'une situation déjà fortement dégradée.

Bien entendu, le rythme de la consolidation budgétaire doit, si possible, être calibré de façon à ce que son effet mécanique à court terme sur l'activité économique n'étouffe pas la reprise. Dans un environnement de faible croissance, le choix qui a été fait de privilégier un effort de consolidation continu en termes structurels fait sens. Ce choix répond à une exigence d'efficacité qui se double d'une exigence morale : ne pas transférer aux générations suivantes le poids d'une dette insoutenable et paralysante pour la croissance à long terme.

La dépense publique en France est depuis dix ans parmi les plus élevées au monde. Au-delà d'un certain seuil, certainement dépassé dans notre pays, l'accroissement de la dépense et de la dette publique a des effets très négatifs sur la confiance. Les ménages perçoivent le déséquilibre des finances publiques, anticipent des impôts futurs et réduisent dès aujourd'hui leur consommation. Les entreprises font de même, s'agissant de leurs investissements. Ces réactions compensent largement les effets temporaires de relance que peut entraîner la hausse des dépenses budgétaires. *A contrario*, une consolidation budgétaire crédible, conduite avec

continuité sur le moyen terme, a des effets très positifs sur la confiance, la consommation, l'investissement et, finalement, la croissance. C'est actuellement le cadre dans lequel s'inscrit la politique budgétaire française, en cohérence avec celui qui sous-tend la gouvernance économique de la zone euro.

La trajectoire que s'assigne le Gouvernement vise le retour à l'équilibre structurel d'ici quatre ans. Au total, un ajustement structurel équivalent à plus de 4 % du PIB aura été effectué sur les quatre années 2010-2013, comportant, au-delà, une poursuite de l'effort qui portera essentiellement sur la baisse des dépenses. L'ensemble de ces mesures devrait conduire à une stabilisation de la dette publique légèrement au-dessus de 90 % du PIB.

L'objectif fondamental visé est celui de la croissance. Non pas une poussée temporaire et artificiellement entretenue par la dépense publique mais une croissance durable et forte, créatrice d'emplois et reposant sur le développement de capacités de production modernes et compétitives. Cette croissance ne se décrète pas. Elle exige une reconversion profonde des politiques publiques. Il y a une cohérence et une véritable continuité entre la lutte contre le chômage, le redressement des comptes publics et la restauration de la compétitivité.

### **La lutte contre le chômage et la réforme du marché du travail**

Parmi les grands pays développés, la France fait partie de ceux qui consacrent à la politique de l'emploi les ressources financières les plus importantes, mais enregistre aussi un taux de chômage parmi les plus élevés, en particulier chez les jeunes. Cette coïncidence suscite une double interrogation.

Interrogation d'abord sur l'efficacité des aides. La Cour des comptes en a rappelé les nombreuses limites, liées à leur multiplicité, leur complexité, aux difficultés de leur gestion et, parfois, à leur conception même. Ainsi, le bilan des contrats aidés, notamment dans le secteur marchand, paraît très peu favorable au regard des ressources mobilisées. La mauvaise articulation des aides directes au revenu – prime pour l'emploi et RSA – nuit profondément à leur lisibilité et à leur efficacité. Les sommes considérables consacrées

en France à la formation professionnelle bénéficient peu aux chômeurs et, plus globalement, aux actifs les moins qualifiés qui en auraient le plus besoin. À cet égard, la réforme de la formation professionnelle, qui sera discutée lors de la conférence sociale des 20 et 21 juin prochains, est essentielle.

Une deuxième interrogation, plus fondamentale, porte sur la fonction même des politiques de l'emploi, au regard, notamment, du fonctionnement du marché du travail. Les aides ne visent-elles pas souvent à compenser des rigidités qu'il serait plus efficace – et moins coûteux – de corriger directement ?

La baisse d'activité, similaire durant la crise en France et en Allemagne, a été fortement absorbée en France par une réduction du nombre d'emplois ; à l'inverse, en Allemagne, l'économie s'est ajustée par une baisse des horaires de travail et une augmentation forte, mais temporaire, du chômage partiel. Au total, malgré une contraction du PIB près de deux fois plus forte en Allemagne qu'en France en 2009, l'emploi est demeuré stable en Allemagne tandis qu'environ 500 000 emplois étaient détruits en France. Il est plus aisé de sortir du chômage partiel et d'autres formes de réduction transitoire de la durée du travail quand la conjoncture s'améliore que de revenir sur des suppressions d'emplois souvent irréversibles. Le retard français dans la mise en place de régimes efficaces d'indemnisation du chômage partiel est aujourd'hui en partie comblé. Mais notre économie, et nos salariés, ont payé d'un prix lourd les arbitrages effectués, dans le passé, au détriment de la flexibilité dans l'organisation du travail.

Les mêmes choix implicites expliquent que, malgré l'ampleur de l'effort financier pour l'emploi, les inégalités persistent dans l'exposition au risque et à la précarité. La défense des emplois stables et permanents est une aspiration légitime ; mais elle s'exerce souvent au détriment de ceux qui n'en ont pas.

Les réformes récentes visent directement une amélioration du fonctionnement du marché du travail. La loi sur la sécurisation de l'emploi, qui transpose l'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013, réduit l'insécurité juridique dans la mise en œuvre de plans sociaux et favorise donc l'embauche et la création d'emplois. L'institution de « droits rechargeables » à

L'assurance-chômage est un progrès tant social – la sécurité des salariés est renforcée – qu'économique : il y a désormais plus d'incitations et moins de risques à reprendre un travail avant l'expiration des droits à indemnisation.

L'effort de réforme doit être poursuivi car des marges d'amélioration existent dans beaucoup de domaines : dualité du marché du travail, formation professionnelle, contentieux du travail...

Le déficit de l'assurance-chômage se creuse rapidement. Son équilibre repose sur trois paramètres : les conditions d'accès (liées à la durée d'activité nécessaire), les durées d'indemnisation et le taux de remplacement. Sur chacun de ces paramètres, le système français est parmi les plus favorables au monde. Dans un contexte d'insécurité économique, l'assouplissement constant des conditions d'accès, que vient parachever la création des droits rechargeables, est justifié. La réduction des durées d'indemnisation pourra être envisagée dès que la conjoncture s'améliorera significativement. Il est possible d'agir dès maintenant sur le taux de remplacement, particulièrement favorable – entre 57,4 % et 75 % selon le salaire de départ –, notamment pour les revenus les plus élevés. Une réduction et une dégressivité plus forte pourraient favoriser un retour plus rapide à l'emploi. Par ailleurs, des régimes d'indemnisation particuliers contribuent fortement au déficit du régime de l'assurance-chômage et pourraient faire l'objet d'une révision.

De nombreuses dispositions de la loi renvoient à la négociation collective. Il s'agit d'une évolution très positive qui doit permettre de mieux prendre en compte les caractéristiques de chaque branche ou de chaque entreprise et donc d'assurer une meilleure défense de l'emploi dans les adaptations à l'évolution de l'activité.

Plus profondément, ce dont l'économie française a besoin, c'est d'une approche moins défensive et plus offensive de l'emploi. Les politiques publiques sont souvent trop orientées vers la préservation d'emplois passés au détriment, parfois, de la création d'emplois futurs. C'est aussi une raison de leur inefficacité relative, malgré l'importance des moyens déployés. Les emplois d'aujourd'hui ne sont pas ceux d'hier ; et, de même, ceux de demain seront très différents

de ceux qui existent actuellement. Pour créer ces emplois futurs, il faut permettre aux capacités de production de s'adapter, aux ressources productives de se redéployer, aux salariés et aux investissements, y compris étrangers, de se mouvoir librement sur le territoire.

### **La nécessaire réduction des dépenses publiques**

Le Gouvernement a pris l'engagement de respecter une trajectoire de réduction du déficit budgétaire qui vise l'équilibre structurel en 2016. Du respect de cet engagement dépendent les conditions de financement de la France et la confiance qu'inspire, à l'extérieur et à l'intérieur du pays, la politique économique menée : l'enjeu est crucial.

Si les efforts ont reposé, dans un premier temps, sur des mesures de hausse des prélèvements obligatoires pour obtenir des résultats rapides, l'atteinte des objectifs affichés nécessite à présent de concentrer les efforts sur la dépense publique, compte tenu du niveau élevé de pression fiscale atteint et de l'impossibilité d'augmenter les charges des entreprises sans dégrader à nouveau l'activité et l'emploi.

L'évolution de la masse salariale de la fonction publique est un facteur clé de croissance des dépenses. Comme tous les autres secteurs de l'économie, l'administration doit s'astreindre à rechercher en permanence des gains de productivité. Ces efforts doivent s'imposer aux administrations publiques locales au même titre qu'à l'État et aux administrations sociales. L'objectif stratégique de long terme doit donc être une baisse tendancielle du nombre de fonctionnaires, qui est en France très élevé au regard de pays comparables. À court terme, compte tenu du choix fait de la stabilité globale des effectifs de la fonction publique et malgré le gel du point d'indice, un autre curseur peut être utilisé, celui du ralentissement du glissement vieillesse-technicité (GVT) : ceci serait cohérent avec l'allongement de la vie professionnelle.

La multiplicité des politiques publiques entraîne des coûts de coordination très élevés. La décentralisation s'est accompagnée d'un partage des responsabilités entre une grande multiplicité d'acteurs, souvent liés par des conventions de répartition des pouvoirs et des

charges financières. Une part importante de l'énergie administrative ou collective est employée à gérer leur interaction.

Une simplification radicale de l'empilement des structures administratives permettrait d'importantes économies et une plus grande efficacité de l'action publique. Le « choc de simplification » annoncé par le gouvernement est plus que jamais nécessaire, avec pour principe que chaque acteur public possède une compétence exclusive dans un domaine particulier.

Plus généralement, un réexamen de l'ensemble des politiques publiques s'impose, notamment en matière de transferts et, du côté des ménages, une désindexation temporaire partielle des prestations sociales pourrait se justifier. Les caractéristiques propres aux rémunérations et retraites versées outre-mer contribuent à entretenir un niveau élevé de prix et de coûts salariaux dans ces territoires et nuisent donc à leur compétitivité : elles mériteraient un réexamen fondamental.

Les dépenses sociales représentent de l'ordre de 30 % du PIB, et la trajectoire des déficits sociaux n'est pas soutenable en l'état. Céder à la tentation de recourir régulièrement à des hausses de cotisations pénalise le coût du travail, donc l'activité et l'emploi : c'est bien du côté de la dépense qu'il faut agir.

Le retour à l'équilibre des régimes sociaux nécessite aujourd'hui des actions de grande ampleur. Pour notre système de retraite, un nouvel allongement de la durée de cotisation ou un relèvement de l'âge minimum de départ paraissent inéluctables pour retrouver l'équilibre ; mais utilisés seuls, ils conduiraient à faire porter toute la charge sur les actifs et en particulier sur les jeunes générations. Il semble donc indispensable de revenir sur l'indexation des prestations de l'ensemble des régimes sur l'inflation – comme cela a été fait récemment pour les retraites complémentaires du régime général – pour s'assurer que les efforts nécessaires soient équitablement répartis entre les actifs et les retraités.

### **La restauration de la compétitivité des entreprises**

Depuis maintenant dix ans, la balance des paiements courants se dégrade continûment, et, plus gravement encore, les parts de marché à l'exportation des

entreprises françaises se contractent. Le décrochage est net vis-à-vis de l'Allemagne ; il est plus récent et moins prononcé à l'égard des autres grands pays de la zone euro. Cette évolution est souvent associée, dans les analyses et commentaires, à la désindustrialisation de l'économie française, mesurée par la part décroissante de l'industrie dans le PIB et l'emploi.

Le pacte de compétitivité et l'entrée en vigueur du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi en janvier 2013 visent à inverser cette évolution. En donnant aux entreprises un crédit assis sur le montant de la masse salariale, deux objectifs sont poursuivis : rétablir la compétitivité des salaires et des prix ou encourager l'autofinancement d'investissements eux-mêmes porteurs de productivité et d'avantages compétitifs. Le crédit d'impôt représente un premier pas essentiel.

Compte tenu de la faible compétitivité française et des réformes engagées par nos partenaires de la zone euro, cet effort devrait être poursuivi.

Il faut d'abord préserver l'avantage compétitif qui a été donné aux salaires. Il importe que des hausses discrétionnaires du SMIC ne viennent pas à l'avenir remettre en cause cet avantage, ceci d'autant plus que la réforme récente de son mode de calcul garantit une hausse régulière de son pouvoir d'achat effectif. Il faut également écarter tout relèvement à l'avenir des cotisations sociales à la charge de l'entreprise : ce serait aggraver une compétitivité-coût déjà insuffisante.

Il est clair que la question de la compétitivité ne se résume pas à celle du niveau des coûts et des salaires. Comparée à la moyenne de la zone euro, la compétitivité-coût de l'économie française a été préservée jusqu'à la crise de 2008. Malgré cela, les parts de marché de la France se dégradent sensiblement dès le début de la décennie 2000, y compris vis-à-vis de pays européens autres que l'Allemagne. Cette dégradation est uniformément répartie sur l'ensemble des zones d'exportation, signalant une faiblesse générale de l'offre productive plutôt qu'une mauvaise spécialisation géographique ou sectorielle. Il y a donc, à l'origine de la contre-performance française, des raisons profondes. L'une d'elles concerne la faiblesse des marges des entreprises. Confrontées à la concurrence étrangère, en France comme sur les marchés d'exportation, les entreprises ont cherché à compenser

un coût du travail élevé en restreignant leurs marges : par là même, elles ont réduit leur capacité à investir, et à financer la recherche-développement, diminuant peu à peu le contenu en innovation de leurs produits, et affaiblissant donc leur compétitivité hors coût.

Au-delà, une approche plus globale de la compétitivité est nécessaire de manière à réduire tous les obstacles et rigidités qui freinent l'adaptation de l'économie française à un monde qui change rapidement. La focalisation sur l'industrie, à cet égard, ne peut être exclusive. L'industrie est certes cruciale pour le développement et la croissance économique : elle concentre, aujourd'hui encore, l'essentiel de la recherche-développement et des exportations. Elle est à l'origine d'externalités positives pour toutes les autres activités. Dans tous les pays avancés, toutefois, la part de l'industrie se réduit dans le PIB et, encore plus, dans l'emploi. Les services deviennent de plus en plus porteurs de technologie et de valeur ajoutée.

La compétitivité des services, même quand ils ne s'exportent pas, est donc essentielle à celle de l'économie dans son ensemble. Les marges de progrès sont ici considérables. C'est dans le secteur des services que l'écart salarial avec nos concurrents s'est creusé le plus rapidement. Les services représentent pour l'industrie des fournisseurs et des sous-traitants qui contribuent indirectement à la compétitivité, quand bien même ils n'entrent pas directement en contact avec les marchés extérieurs. Or, c'est dans les activités de services et dans celles des professions protégées, que subsiste le plus grand nombre d'entraves à l'activité et de restrictions à la concurrence. C'est enfin dans le secteur des services que résident les plus grands gisements d'emplois, dont beaucoup sont, par essence, « non délocalisables ».

Les travaux d'étude engagés à la Banque de France indiquent de fortes potentialités de dynamisation de la croissance par les réformes sur les marchés des biens et des services, s'agissant par exemple des professions réglementées, surtout si elles sont engagées en même temps que celles sur le marché du travail.

En parallèle, une réflexion générale sur la complexité et le millefeuille des règles et procédures administratives paraît s'imposer. L'initiative annoncée dans ce domaine répond à un réel besoin. Le foisonnement et l'instabilité des règles en matière de droit fiscal,

de droit social, et dans bien d'autres domaines, apparaissent comme un obstacle sérieux à la création et au développement d'entreprises et plus généralement d'activités économiques.

### **La mutation du financement de l'économie**

Pour produire de la valeur, créer de l'emploi et générer de la croissance, notre économie a besoin d'être financée efficacement. Or, notre écosystème bancaire et financier est en pleine mutation. Les établissements de crédit engagent des réformes considérables depuis plusieurs années pour se conformer aux nouvelles règles internationales de solvabilité et de liquidité, dans un contexte français de forte allocation des dépôts bancaires au profit de l'épargne réglementée. Les organismes d'assurance se préparent à appliquer de nouvelles normes européennes et françaises, dans un environnement délicat pour eux de taux d'intérêt durablement bas. Tous sont soumis à une fiscalité qui a récemment été fortement alourdie.

Nos enquêtes ne montrent pas de difficultés particulières de financement des grandes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire, qui disposent de l'alternative du recours au marché financier en cas de besoin. Pour les PME, que nous suivons de près et qui dépendent plus fortement du crédit bancaire, l'accès aux crédits de trésorerie se tend depuis quelques mois, mais les demandes de crédits à l'investissement restent largement satisfaites et les taux sont globalement très bas.

Notre système financier, pour accompagner la reprise économique, doit pouvoir se développer dans un environnement normatif stabilisé et qui vise, précisément comme le fait le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, à s'assurer que la finance travaille au service de l'économie réelle. Cet environnement doit également prendre en compte la dimension internationale dans laquelle s'inscrivent nos acteurs financiers. À cet égard, la définition de l'assiette, des taux, et du périmètre d'une éventuelle taxe sur les transactions financières sera cruciale pour éviter le risque de destruction de pans entiers de notre industrie financière, de délocalisation d'emplois ainsi que des effets gravement contre-productifs sur le financement de l'État et de l'économie. Les impératifs de stabilité financière, de protection du consommateur, de sécurité juridique – notamment en ce qui concerne

l'économie des contrats d'assurance – et de soutien au dynamisme économique doivent être conjugués de manière équilibrée : c'est une des conditions d'un retour à une croissance durable en France.

### **La politique d'offre de logements**

Le logement est un déterminant indirect mais essentiel de la compétitivité de l'économie. C'est le premier poste de dépenses des ménages et la part qui lui est consacrée est en augmentation constante. Les obstacles à l'accès au logement sont une cause majeure d'inégalité et une source première de l'insécurité économique, tout particulièrement pour les salariés ne disposant pas d'un CDI. Enfin, les difficultés à se loger freinent la mobilité géographique et sont une cause du chômage de longue durée. Résoudre le problème du logement en France, c'est donc simultanément accroître la compétitivité, défendre le pouvoir d'achat, encourager la mobilité et réduire les inégalités.

Comme pour d'autres politiques publiques, les résultats s'avèrent décevants au regard de l'importance des ressources (près de 47 milliards d'euros) consacrées par la collectivité au soutien du logement : entre 3 et 4 millions de Français sont aujourd'hui considérés comme mal logés. Il y a peu de doutes, et peu de débats, sur les causes de cette inefficacité. Depuis deux décennies, la politique du logement est concentrée sur « l'aide à la personne », c'est-à-dire sur le soutien et la solvabilisation de la demande. Un grand nombre d'instruments et de procédures a été déployé à cet effet, soit en allocations directes, soit en prêts à taux privilégié.

Dans le même temps, toutefois, les contraintes réglementaires se sont accumulées sur la construction et l'offre de logements. La réglementation vise, certes, des objectifs très légitimes : l'amélioration des normes d'habitat, le respect de la mixité sociale, le développement harmonieux des espaces urbains. Mais l'accumulation des règles et des normes multiplie les formalités, allonge les délais et enserme la construction dans un réseau de contraintes de plus en plus paralysantes. Il devient nécessaire de mieux définir les priorités.

Les mesures récemment annoncées visent à raccourcir les délais de procédure des opérations les plus

importantes et à accélérer le traitement des contentieux en matière d'urbanisme. Les textes en préparation devraient permettre de simplifier encore le système normatif et d'envisager de confier à des collectivités territoriales plus larges la responsabilité des plans d'urbanisme, deux évolutions positives importantes.

### **Stabilité de la zone euro, croissance et politique monétaire**

Depuis trois ans, les énergies se mobilisent principalement en Europe pour contenir les effets de la crise financière et en limiter l'étendue. Aujourd'hui encore, des incertitudes subsistent et les vulnérabilités sont toujours présentes. Mais, depuis dix mois, une nouvelle phase s'est ouverte qui doit permettre de retrouver un horizon de long terme pour la politique économique.

La menace d'événements graves, mettant en danger l'intégrité de l'Union monétaire, s'est atténuée. Les écarts de taux d'intérêt sur la dette souveraine des divers pays sont revenus à des niveaux plus proches de ceux justifiés par les situations économiques et budgétaires nationales. Les conditions de financement des entreprises se sont rapprochées entre les États membres. La segmentation des marchés de capitaux au sein de la zone euro s'est fortement réduite. Le risque de convertibilité a disparu.

La récente crise chypriote est symptomatique de ce changement. Ce fut un épisode très difficile, tant pour les Chypriotes eux-mêmes que pour leurs partenaires européens. Mais, pour la première fois depuis 2010, des événements graves survenus dans un pays de la zone n'ont pas eu d'effets négatifs sur les autres. Aucune contagion n'a été observée entre Chypre et les autres pays périphériques. Au contraire, tout au long de la crise, les taux d'intérêt de l'ensemble des dettes souveraines ont poursuivi le mouvement de baisse amorcé depuis plusieurs mois. En cette circonstance, la zone euro a montré une robustesse et une solidité nouvelles.

Cette évolution positive doit beaucoup à l'action de l'Eurosystème. Face aux menaces exceptionnelles qui pesaient sur la zone euro, la liquidité a été assurée par des moyens nouveaux : opérations de refinancement à très long terme, extension du collatéral apporté

en contrepartie et annonce du programme d'OMT (opérations monétaires sur titres). Pour la France, ces opérations ont permis d'alimenter l'octroi de crédits et donc de soutenir l'économie réelle. Grâce notamment à la politique monétaire de l'Eurosystème, les taux d'intérêt français sont historiquement bas.

Ces innovations n'ont pas remis en cause l'objectif principal de stabilité des prix. En effet, l'inflation est tombée début 2013 à un niveau inférieur à 2 %. Les anticipations d'inflation restent également bien ancrées. La flexibilité du cadre opérationnel a aussi permis en France la mobilisation accrue des créances privées, ce qui a facilité le refinancement des banques de l'Hexagone et donc le financement de l'économie.

Des progrès décisifs ont été accomplis dans la création d'une union bancaire. L'ampleur et, surtout, la rapidité des changements introduits sont sans précédent dans l'histoire de l'Union européenne. Le principe en a été arrêté en juin 2012 par le Sommet des chefs d'État et de gouvernement. En décembre, un accord est intervenu sur les modalités concrètes d'un mécanisme unique de supervision bancaire dans la zone euro, sous l'égide de la BCE, permettant son entrée en vigueur dès 2014. L'Eurosystème et l'ensemble des superviseurs nationaux y travaillent résolument. Des avancées restent encore nécessaires, aussi, pour instaurer rapidement une

autorité européenne de résolution des crises bancaires et un système unique de garantie des dépôts.

Dans un environnement financier plus stable, la zone euro doit continuer à se réformer. C'est en poursuivant son redressement, et d'abord celui de ses comptes publics et de sa compétitivité, que la France peut au mieux y contribuer. Ce rétablissement ne répond pas à une quelconque – et abstraite – logique comptable ou juridique. Il est une condition pour retrouver des marges de manœuvre, dynamiser la croissance, et permettre à la France d'exercer les responsabilités qui sont les siennes au sein de la zone euro.

Paris, le 27 mai 2013

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Noyer', written over a horizontal line.

Christian NOYER