

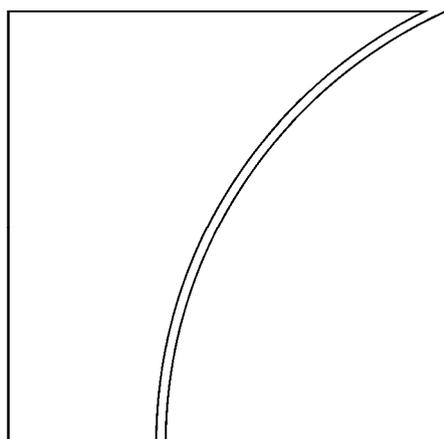


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Allocution du Directeur Général

L'étroit chemin à parcourir

Allocution prononcée par Jaime Caruana
Directeur Général de la BRI



Bâle, le 29 juin 2009

Allocution de Jaime Caruana

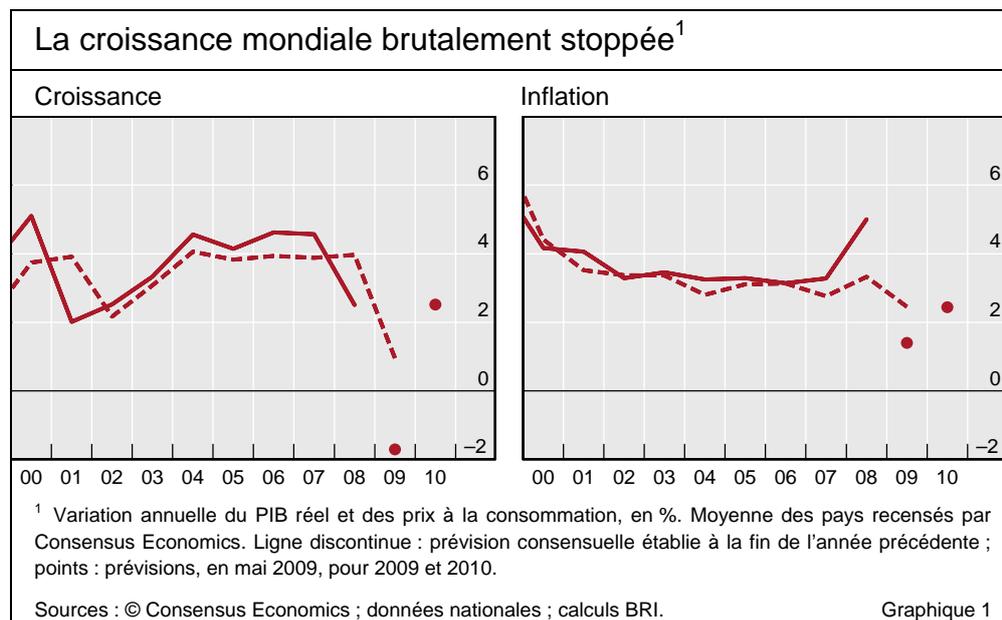
Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire
à Bâle, le 29 juin 2009

Mesdames, Messieurs,

Au quatrième trimestre 2008, partout dans le monde, l'économie s'est enfoncée, avec un exceptionnel synchronisme, dans une phase d'ample contraction – la pire depuis les années 1930. La crise financière a fini par frapper durement la sphère macroéconomique. Le commerce mondial a chuté et le repli de l'activité s'est propagé aux économies émergentes. La riposte des autorités a été sans précédent.

Ce qui, à l'origine, paraissait n'être que des tensions limitées au segment des crédits hypothécaires américains de piètre qualité a, par vagues successives, submergé les marchés interbancaires des pays avancés, mis à mal la santé de grandes entreprises financières et, au bout du compte, déclenché une phase de contraction à l'échelle mondiale. À mesure que les événements s'enchaînaient, l'idée que l'on avait à faire à une grave crise de liquidité a, peu à peu, laissé place à la crainte d'être face à une crise de solvabilité, menaçant de déboucher, ce qui est plus inquiétant, sur une crise de confiance vis-à-vis du système économique lui-même.



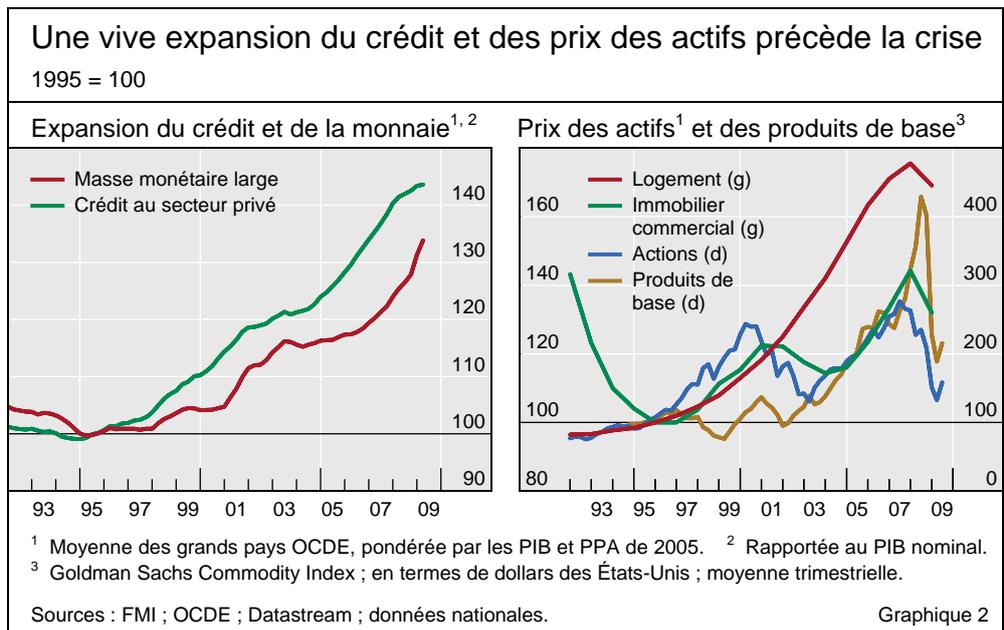
Aujourd'hui, quelque six mois plus tard, le sentiment d'une chute libre s'est dissipé. Même si elle reste orientée à la baisse, l'activité dans une grande partie du monde avancé a montré quelques signes de stabilisation (graphique 1). Et la plupart des économies émergentes se sont, en général, révélées moins vulnérables que l'on avait craint au plus fort des turbulences. Selon les prévisions consensuelles, le monde devrait renouer avec une croissance positive dans le courant de l'année. Pour autant, le chemin qui mène à un redressement autonome n'est pas sans risque, et notre destination – la nouvelle normalité – reste à découvrir. Nous avançons en *terra incognita*, ou presque.

Dans ce qui suit, je veux démontrer que, pour arriver sans encombre à destination, il nous faut renforcer l'orientation à moyen terme des politiques mises en place, et être plus précis sur les stratégies de sortie. Qu'en est-il alors du chemin à parcourir et de la destination ? Pour le comprendre, j'aimerais tout d'abord revenir brièvement sur ce qui nous a conduits à la situation actuelle.

La crise : symptômes et causes

Il faut considérer la crise comme la phase de contraction d'un cycle financier mondial sans équivalent, amplifiée par des fragilités structurelles. Les déséquilibres financiers qui s'étaient accumulés lentement mais inexorablement durant la phase d'expansion, sous l'effet d'un goût très marqué pour le risque et du recours à l'endettement, ont enfin commencé de se corriger. À cela, rien d'étonnant : on savait que la correction se produirait tôt ou tard, et qu'elle pourrait engendrer des tensions financières. Mais on n'avait ni anticipé le moment où elle surviendrait, ni même la forme ou l'intensité qu'elle prendrait.

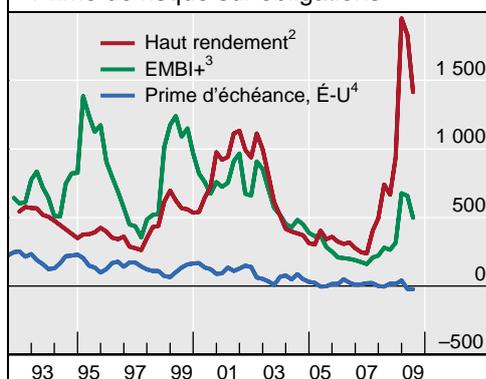
Des signes donnaient bien à penser que les risques s'amoncelaient, tels que l'augmentation inhabituellement forte du crédit et des prix des actifs



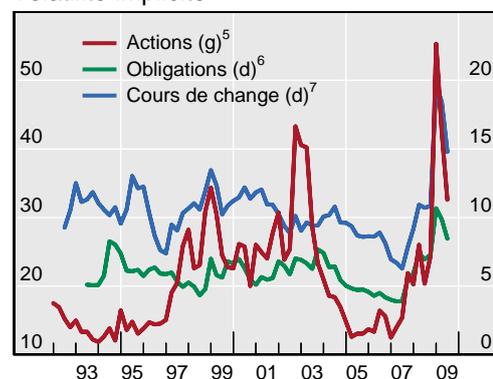
Un grand dynamisme des marchés financiers précède la crise

Moyenne trimestrielle

Prime de risque sur obligations¹



Volatilité implicite



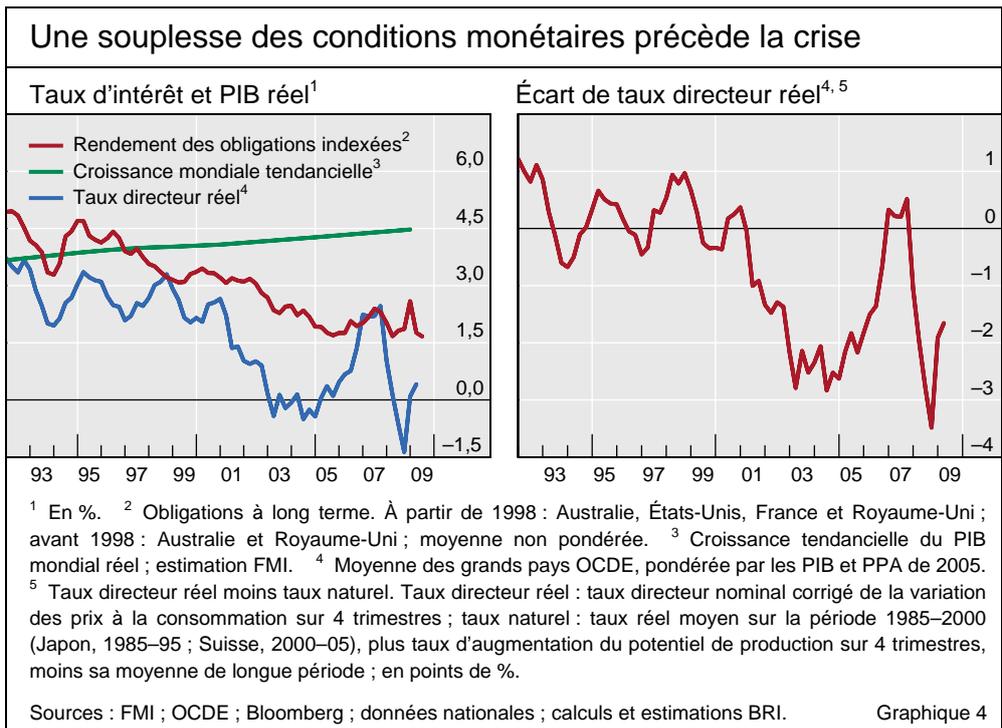
¹ En points de base. ² Prime ajustée des clauses optionnelles, moyenne pour les obligations à haut rendement émises par les entreprises aux États-Unis et dans la zone euro ; calculs Merrill Lynch. ³ Emerging Market Bond Index Plus, hors clauses de garantie ; calculs JPMorgan. ⁴ Estimation à partir des valeurs 10 ans à coupon zéro du Trésor des États-Unis. ⁵ Volatilité implicite dans le prix des options d'achat sur indice boursier ; États-Unis et Allemagne, moyenne non pondérée. ⁶ Volatilité implicite dans le prix des options d'achat sur contrats à terme obligation d'État 10 ans ; États-Unis et zone euro, moyenne non pondérée. ⁷ Indice de référence JPMorgan pour les monnaies du G 7.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; Merrill Lynch ; US Bureau of Economic Analysis ; US Bureau of Labor Statistics ; données nationales ; calculs BRI. Graphique 3

– en particulier, de l'immobilier résidentiel (graphique 2). Dans le même temps, on observait une volatilité et des primes de risque exceptionnellement basses pour une grande diversité de catégories d'actifs (graphique 3). Ces derniers signes étaient-ils la preuve que le degré de risque était véritablement peu élevé, autrement dit rendaient-ils compte, comme d'autres, de la Grande Modération ? Après-coup, il s'avère qu'ils témoignaient d'une prise de risque tout à fait atypique, d'une confiance excessive et d'un effet de levier très développé. La croissance mondiale était donc alimentée par un cycle financier intenable.

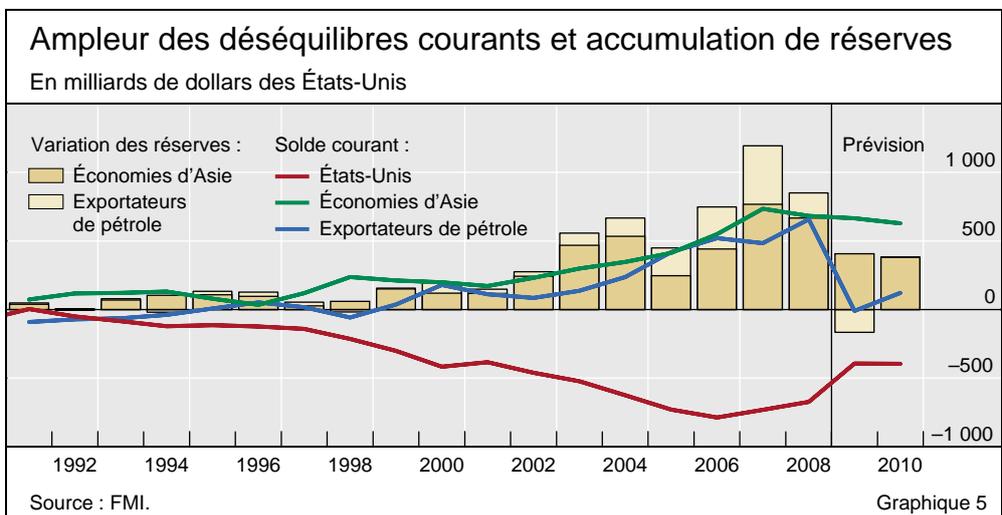
Les cycles financiers font naturellement partie intégrante des économies de marché. Ils traduisent les fluctuations incessantes de la perception du risque et des contraintes de financement, qui amplifient les phases d'expansion et de contraction de l'économie réelle – phénomène d'amplification que l'on nomme « procyclicité ». Comme l'expose en détail le *79^e Rapport annuel BRI*, les cycles financiers sont encore exacerbés par la difficulté inhérente à la mesure du risque et par des incitations génératrices de distorsions. Il est impossible d'éradiquer totalement les causes des épisodes de tensions financières, les mécanismes autocorrecteurs des marchés n'étant pas parfaits. Mais leurs effets peuvent être atténués ou accentués par les politiques suivies.

La phase de contraction du cycle actuel a été particulièrement marquée et coûteuse. La gestion du risque s'était pourtant améliorée, mais ni les freins ou contrepoids internes, ni la supervision exercée par les autorités ne sont parvenus à modérer la prise de risque excessive et l'arbitrage réglementaire étendu à l'ensemble du système. Rétrospectivement, il est évident que nous avons surestimé les avantages, en termes de diversification, du modèle



d'intermédiation dit d'« octroi puis cession de crédits » et sous-estimé les effets systémiques des structures de hors-bilan, sous-capitalisées et dépendantes de la liquidité. De même, on n'a pas prêté assez d'attention à la divergence entre des taux directeurs inhabituellement bas dans les grandes économies et l'élévation du taux d'intérêt d'équilibre, implicite dans les estimations toujours plus hautes du potentiel de croissance de l'économie mondiale (graphique 4).

La configuration internationale des flux monétaires n'a guère aidé. Plusieurs économies émergentes confrontées à un afflux soutenu de capitaux, et certaines autres bénéficiant du renchérissement des matières premières, ont contré l'appréciation de leur monnaie. Cette résistance, sous la forme d'un abaissement des taux directeurs, a, de fait, transmis l'orientation de la politique monétaire des grandes économies au reste du monde. Cette résistance, sous la forme d'une accumulation inégalée de réserves de change, réinvesties dans les grandes économies, y a favorisé l'expansion du crédit, en aidant à y



maintenir les taux longs à un bas niveau. Ainsi, la relation de symbiose entre croissance par l'endettement dans plusieurs pays industrialisés et croissance par les exportations dans d'autres économies (graphique 5) a-t-elle contribué à prolonger indûment une situation intenable.

En bref, il était trop facile de surestimer notre connaissance réelle du fonctionnement de l'économie et de la complexité du système financier qui la soutient. Nous avons trop de foi dans le pouvoir autocorrecteur des mécanismes de marché. Et, même lorsque les risques étaient reconnus, personne n'était disposé à payer le prix pour corriger les déséquilibres qui avaient permis d'atteindre des taux records de croissance mondiale.

Le chemin menant à une reprise autonome et les stratégies de sortie

Le chemin qui conduit à une reprise capable de durer de façon autonome est étroit et semé d'embûches. Cela est vrai, quelles que soient les perspectives à court terme, même si nous prenons pour une promesse de reprise les premiers frémissements d'un rétablissement. Deux défis se présentent simultanément. Nous devons faire en sorte que s'opèrent les ajustements indispensables au sein du système financier et de l'économie réelle, tout en veillant à amortir leur impact sur la croissance et l'emploi. Et, afin que les mesures prises dans l'immédiat pour lutter contre la crise n'hypothèquent pas l'avenir, nous devons être très attentifs à la viabilité des interventions et aux stratégies de sortie.

L'ajustement économique est un préalable à une reprise durable autonome. Le processus est enclenché, mais loin d'être achevé. Nos économies sont encore en proie à des distorsions profondément ancrées, que la phase d'expansion avait fait naître dans les sphères financière et réelle – lesquelles ne sont, après tout, que les deux faces d'une même pièce. Le secteur financier, après s'être développé de façon démesurée et avoir accumulé des actifs de qualité douteuse, doit maintenant se redimensionner. Il faut trouver de nouveaux modèles d'intermédiation. Dans plusieurs pays, l'endettement et l'effet de levier, tant dans la sphère financière que non financière, doivent continuer de diminuer, et le taux d'épargne des ménages, remonter à des niveaux plus raisonnables. Il faut éliminer les excédents de capacités mondiales dans les secteurs – tels le bâtiment et l'automobile – qui ont fait beaucoup appel au financement par la dette. Et il faut s'éloigner des schémas de croissance fondés sur l'expansion par l'endettement et par les exportations pour en adopter d'autres, plus équilibrés. Mais rien ne pourra se faire du jour au lendemain.

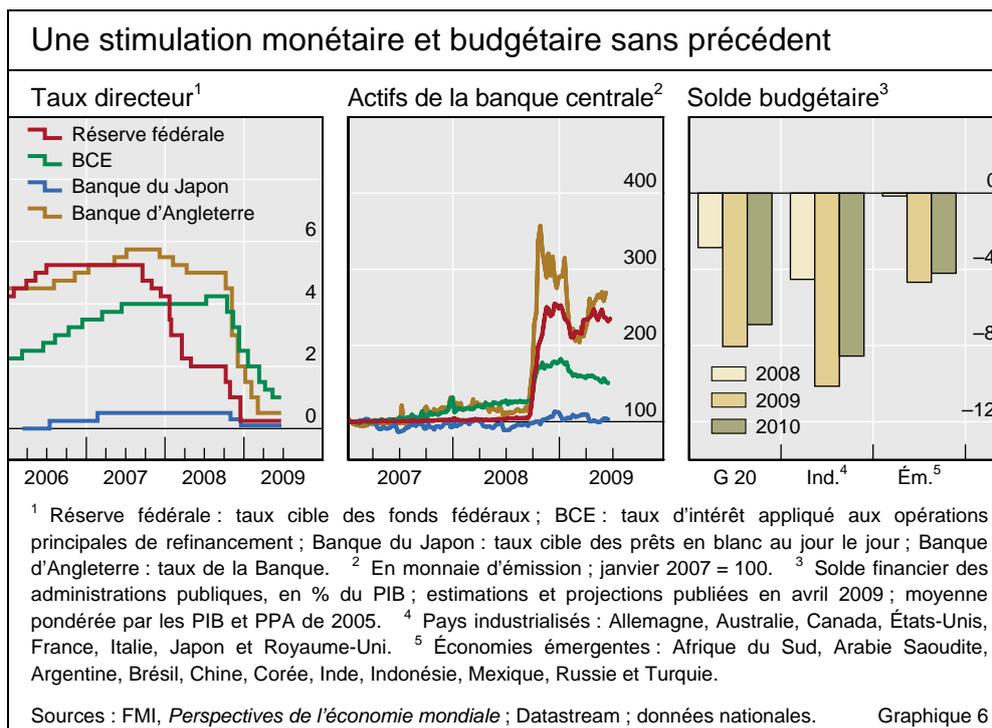
Assainir le système financier est une priorité. Les autorités doivent s'assurer que plusieurs objectifs sont atteints : comptabiliser les pertes, apurer la masse des actifs dépréciés, recapitaliser et restructurer le système, rétablir les conditions d'une concurrence loyale, éliminer les excédents de capacités. Mener des politiques allant dans ce sens est indispensable pour permettre le bon fonctionnement du système financier et jeter les bases de sa rentabilité à long terme. Des progrès ont, certes, été accomplis, mais il est essentiel de persévérer résolument dans cette voie. Plusieurs facteurs ont retardé la pleine

réalisation de ces objectifs : la complexité des produits structurés ; l'ampleur des opérations transfrontières de certains des établissements touchés ; la compréhension tardive que l'assèchement de la liquidité masquait une crise de solvabilité ; certains obstacles à l'action politique.

Si les difficultés que traverse le système financier ne sont pas vraiment résolues, les mesures monétaires et budgétaires sans précédent (graphique 6) risquent de ne pas impulser l'élan suffisant et de n'offrir qu'un soulagement temporaire. Dans les principales économies industrialisées, les banques centrales ont abaissé leur taux directeur à un niveau égal à zéro (ou proche de zéro) et ont accru fortement leur bilan pour améliorer le fonctionnement des marchés monétaires et de la dette ainsi que pour influencer sur les rendements obligataires à long terme. Ce faisant, elles se sont vu contraintes de prendre en charge une partie du processus d'intermédiation, qui incombe normalement au secteur privé. Pour leur part, les pouvoirs publics ont considérablement relâché leur politique budgétaire : déficits et endettement se sont fortement alourdis et vont probablement continuer d'augmenter.

Dans le meilleur des cas, l'insuccès de ces programmes de relance retarderait une reprise autonome ; dans le pire des cas, il pourrait la briser dans son élan. Plus précisément, les préoccupations que suscitent au sein des marchés financiers des positions budgétaires non viables et, en corollaire, leurs effets inflationnistes à terme pourraient, dès à présent, perturber les marchés de la dette souveraine, ce qui pourrait gravement remettre en question l'ampleur des interventions des pouvoirs publics et contraindre ceux-ci à se désengager précipitamment.

Dès qu'apparaîtront les signes incontestables d'une reprise, il faudra mettre fin rapidement à ces mesures de stimulation et permettre aux marchés de retrouver leur rôle dans l'allocation des ressources. Retarder ce désengagement du secteur public ne ferait que pérenniser les distorsions de



concurrence, et risquerait d'engendrer des tensions inflationnistes ou de favoriser l'émergence, à terme, d'un nouveau déséquilibre.

Opérer le désengagement au moment opportun ne sera pas aisé. Notamment, pour des raisons techniques. Certaines mesures budgétaires sont, par nature, difficiles à inverser. De même, pour les banques centrales, il ne sera pas toujours simple de réduire leur bilan de manière ordonnée, voire d'abandonner le rôle de teneur de marché qu'elles endossent actuellement. Même lorsqu'ils disposent d'un soutien politique, les gouvernements tardent parfois à retirer leur garantie et à revendre les actifs. Toutefois, le grand défi à relever consiste surtout à trouver le bon moment et le bon rythme du désengagement. Une sortie trop précoce serait hasardeuse. L'expérience montre, cependant, qu'il serait plus hasardeux encore de se désengager trop tardivement et trop lentement, voire, pour ce qui est de la politique budgétaire, de maintenir le *statu quo*. Les considérations de politique économique vont, d'ailleurs, habituellement dans ce sens.

Comment alors réduire à son minimum le risque d'une sortie trop tardive ou trop lente ? À cette question, il n'existe pas de réponse simple. Toutefois, la clarté – des objectifs visés par les interventions, du partage des rôles entre pouvoirs publics et banque centrale et, enfin, des conditions du désengagement – est indispensable, dès le départ. Et c'est de cette clarté dont nous avons besoin aujourd'hui.

Destination : la « nouvelle normalité »

À horizon lointain, les autorités publiques devront s'attaquer au réajustement des cadres des politiques économiques afin de limiter le risque qu'un épisode aussi coûteux que la récente crise puisse jamais se renouveler. Nous devons nous approcher davantage d'une stabilité financière, monétaire et macroéconomique qui s'inscrive dans la durée. Y parvenir appelle un réajustement sur les plans financier et macroéconomique – la crise nous offre l'occasion d'engager ces réformes : si nous voulons en tirer parti, il faut le faire sans délai. Et il faut que ces efforts soient soutenus par une coopération internationale plus étroite.

L'un des principaux moyens de se prémunir contre l'instabilité financière est d'améliorer le dispositif de réglementation, de contrôle et de supervision du secteur financier. Comme l'expose en détail le rapport annuel, il est nécessaire d'adopter pour cela une approche holistique, couvrant tout à la fois les instruments, les marchés et les établissements. Pour renforcer la solidité de ces trois composantes du système, il s'agira de mettre en place des mécanismes mieux à même d'évaluer l'utilité et le degré de sécurité des nouveaux instruments financiers ; d'encourager une plus grande centralisation de la compensation, du règlement, voire du négoce ; d'assainir chaque établissement, en réintégrant les expositions de hors-bilan et en améliorant les pratiques comptables ainsi que les normes relatives aux fonds propres et à la liquidité. En tout premier lieu, il faudra accentuer l'orientation macroprudentielle en matière de réglementation et de contrôle, ce que préconisent les travaux de la BRI depuis bien des années déjà. En clair, il

s'agit de se concentrer résolument sur les risques systémiques et de s'attaquer à la procyclicité du système financier. En mettant en œuvre cette orientation dans le cadre formel d'un régime spécifique, et en s'en remettant autant que possible aux stabilisateurs automatiques, les autorités pourraient, plus facilement, prendre des mesures de restriction en période faste. Pour autant, il sera peut-être inévitable de recourir à des mesures discrétionnaires.

Depuis la crise, le Groupe des Vingt, le Conseil de stabilité financière, les régulateurs internationaux et les autorités nationales ont œuvré ensemble et beaucoup progressé dans ces domaines. De fait, certaines des initiatives évoquées ici étaient déjà bien engagées avant les turbulences. Un large mouvement s'est manifesté en faveur de contreparties centrales pour le négoce des dérivés. Les autorités prudentielles ont pris des mesures déterminantes pour renforcer les exigences en matière de fonds propres et de liquidité ; avec les organismes de normalisation comptable, elles ont multiplié les efforts pour concilier pratiques comptables et saine gestion des risques. Plusieurs projets sont d'ailleurs en cours pour rendre opérationnelle cette approche macroprudentielle, en s'appuyant sur le nouveau consensus international qu'elle recueille. La BRI participe activement à toutes ces initiatives.

Améliorer la réglementation ne sera, toutefois, pas suffisant : des ajustements complémentaires aux cadres de la politique macroéconomique seront tout aussi indispensables. De tels ajustements appelleraient une riposte plus symétrique aux phases d'accumulation puis de correction des déséquilibres financiers. Nous devons réfléchir aux moyens de mieux prendre en considération, dans les cadres de politique monétaire, les phases d'expansion du crédit et de hausse des prix des actifs, ainsi que la prise de risque accrue qui va de pair avec elles. De même, nous devrions porter davantage attention au rôle que peut jouer la politique budgétaire, et, plus précisément, la fiscalité et les soldes budgétaires. Mais surtout, nous savons désormais qu'expansion du crédit et explosion des prix des actifs sont susceptibles de masquer de graves faiblesses dans les comptes publics. Ce faisant, elles compliquent la mise en pratique d'une politique prudente au moment précis où elle serait le plus nécessaire.

Dans le même temps, il est manifeste que la marge de manœuvre des politiques n'est pas illimitée, et le secteur privé est appelé à jouer, lui aussi, un rôle primordial. Les modes de fonctionnement du secteur financier devront évoluer, afin d'intégrer des exigences quantitatives et qualitatives accrues pour les volants de fonds propres et de liquidité. De même, les mécanismes de gouvernance, interne et externe, devront être renforcés pour améliorer la gestion du risque et restreindre la prise de risque. À l'intérieur des établissements financiers, la fonction de gestion des risques doit se voir attribuer la priorité absolue, et ce, aux plus hauts niveaux de la hiérarchie ; elle ne saurait être subordonnée aux fonctions commerciales. Par ailleurs, de meilleures pratiques de rémunération sont essentielles.

S'ils sont menés à leur terme, tous ces efforts permettront d'accéder à une nouvelle normalité, tant attendue. L'activité économique pourrait ne plus connaître d'aussi nombreuses phases de croissance vertigineuse ; c'est une

concession inévitable à faire, et dont il faut être pleinement conscient. Le système financier aura une dimension plus modeste et sera mieux capitalisé, et la rentabilité des fonds propres, plus faible mais plus stable. La sphère réglementaire s'étendra, et les établissements d'importance systémique, quelle que soit leur forme juridique, seront moins incités à se développer autant et à devenir aussi complexes qu'ils le sont à présent. Une fois qu'elles auront trouvé les moyens de restructurer de tels établissements de manière ordonnée, les autorités laisseront davantage de champ à la discipline de marché et renonceront au principe du « trop gros pour faire faillite ». De plus, la coopération internationale favorisera la libre circulation des flux financiers et commerciaux, évitera la fragmentation des marchés et soutiendra la convergence des pratiques.

S'employer à sauver, rétablir et réformer est un cheminement qui exigera beaucoup de persévérance, de patience et de détermination. Les temps à venir pourraient être particulièrement difficiles. Il n'est pas dur d'imaginer un monde dans lequel des gouvernements surendettés pèseraient fortement, par leurs interventions, sur l'économie, un monde dans lequel le système financier serait sur-réglementé, les conditions concurrentielles seraient faussées, et le mouvement de globalisation, inversé. Des signes de protectionnisme et d'une préférence nationale plus marquée – que le soutien accordé par les pays à leurs secteurs financiers respectifs peut parfois laisser s'installer inopinément – sont apparus récemment, laissant entrevoir les dangers à venir. Il faut résister à tout mouvement conduisant à un tel monde, annonciateur de croissance atone, de risques inflationnistes bien plus grands et de tensions internationales. Promouvoir cette résistance passe nécessairement par la coopération internationale et par une conscience plus aiguë d'une responsabilité partagée. Comme toujours par le passé, la BRI est déterminée à jouer le rôle qui lui revient dans cette entreprise.