



Utiliser au mieux le sursis octroyé

Jaime Caruana, Directeur Général de la BRI

Allocution prononcée à l'occasion de l'Assemblée Générale de la Banque
à Bâle, le 23 juin 2013



Mesdames et Messieurs,

Depuis le début de la crise financière, il y a près de six ans, les banques centrales et les autorités budgétaires ont adopté des mesures sans précédent pour soutenir l'économie mondiale. Les taux directeurs ont été maintenus à des niveaux proches de zéro dans les plus grandes économies avancées. Le bilan des banques centrales a doublé, passant de \$10 000 milliards à plus de \$20 000 milliards. Et, dans presque tous les pays, la dette publique s'est amplifiée : elle s'est ainsi alourdie de \$23 000 milliards depuis 2007. Dans les économies émergentes, elle a augmenté plus lentement que le PIB, mais dans les économies avancées, où l'accumulation a été beaucoup plus rapide, elle dépasse désormais l'équivalent d'une année de PIB. Ces tendances apparaissent clairement sur le graphique 1.

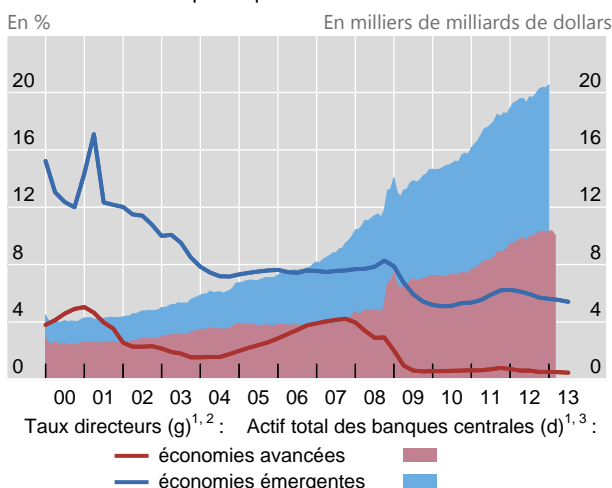
Sans ces mesures énergiques et résolues, le système financier aurait pu s'effondrer, et entraîner avec lui l'économie mondiale. La reprise qui a suivi demeure, toutefois, hésitante, fragile et inégalement répartie. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit, bien qu'à un rythme modéré. Dans les grandes économies émergentes, la croissance perd de sa vigueur. Une grande partie de l'Europe est à nouveau en récession. Dans ce contexte, la croissance tendancielle de la productivité – globalement à la baisse – n'a pas reçu toute l'attention qu'elle méritait.

Face à la montée des risques vers la mi-2012, les banques centrales sont, une nouvelle fois, venues à la rescousse. La BCE a apaisé les craintes des marchés en promettant de faire « tout le nécessaire », dans le cadre de son mandat, pour sauver l'euro. Elle a, ensuite, annoncé un programme conditionnel d'achat d'obligations d'États de la zone euro en difficulté. La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont, elles aussi, adopté de nouvelles mesures d'expansion monétaire.

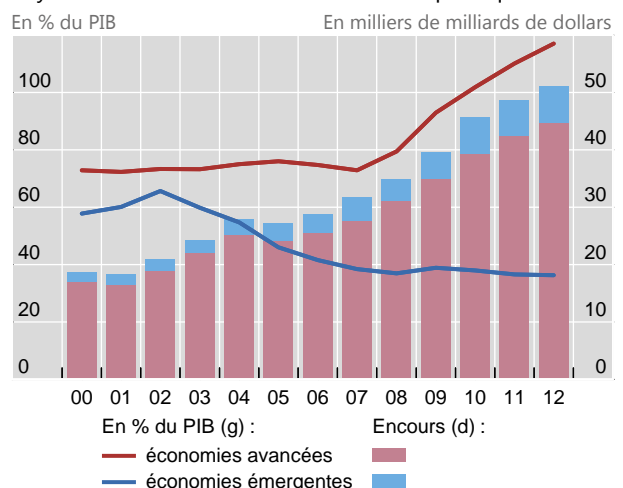
Orientation de la politique monétaire et dette publique

Graphique 1

Orientation de la politique monétaire



Pays du G20 : dette des administrations publiques



¹ Économies avancées : Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro ; économies émergentes : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, République tchèque, Singapour, Taïpei chinois, Thaïlande et Turquie.

² Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. ³ Somme des économies citées.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE, *Perspectives économiques* ; Bloomberg ; Datastream ; Global Financial Data ; données nationales.



Tandis que les grandes économies avancées étendaient leurs politiques non conventionnelles, les banques centrales de nombreuses économies émergentes ont abaissé leurs taux directeurs cibles, pour certaines jusqu'aux niveaux de 2009.

Sur fond de conditions de financement plus accommodantes au plan mondial, le volume du crédit privé a continué d'augmenter à un rythme soutenu dans certains pays, les critères d'octroi de prêts se sont assouplis, les prix des actifs ont atteint des sommets partout dans le monde, les rendements à long terme sont tombés à des niveaux historiquement bas et les primes de risque se sont comprimées. Même les entreprises présentant un fort levier financier ont pu se financer à des taux longs bien inférieurs à ceux auxquels elles empruntaient avant la crise.

Il reste que des conditions de financement favorables ne peuvent guère pour dynamiser la croissance à long terme si la situation bilantielle est dégradée, et la mauvaise affectation des ressources, généralisée. Dans nombre d'économies avancées, l'endettement des ménages reste très élevé, tout comme celui des entreprises non financières. La réduction de l'endettement étant la principale préoccupation des ménages et des entreprises, le faible taux des nouveaux emprunts n'a pas véritablement d'incidence sur le niveau des dépenses. En effet, les grandes entreprises sont nombreuses à profiter des faibles taux obligataires pour allonger la durée de leurs emprunts au lieu d'investir dans de nouvelles capacités de production. Les autorités ont beau renforcer l'attrait du crédit, les ménages et les entreprises, soucieux de redresser leurs finances, ne s'endetteront pas davantage. On ne saurait le leur reprocher.

Mais surtout, ce n'est pas un surcroît d'assouplissement qui relancera la croissance de la productivité ou éliminera les entraves à la mobilité de la main-d'œuvre vers des secteurs en expansion. Le financement de la croissance par la dette a occulté la baisse régulière de la productivité du travail et les graves distorsions de l'affectation des ressources dans beaucoup d'économies. Il ne faut pas compter sur la poursuite de l'endettement pour renforcer le secteur financier ni pour assurer la réaffectation des ressources indispensable au retour de la croissance réelle voulue par les autorités et attendue par les opinions publiques.

Les banques centrales ont octroyé un répit aux secteurs public et privé, le temps nécessaire pour procéder aux ajustements, mais elles ne peuvent pas agir à leur place. De plus, ce répit a un coût : prolonger l'accommodation monétaire ne fera qu'amplifier les difficultés qui accompagneront le retour à la normale de la politique monétaire, qu'accroître les risques d'instabilité financière, et qu'aggraver les distorsions dans l'affectation des ressources.

Enfin, prolonger cette période de taux d'intérêt très bas expose les économies ouvertes encore davantage à des répercussions désormais bien connues. Celles-ci sont particulièrement redoutables pour les économies émergentes, mais aussi pour certaines petites économies avancées, où le volume de crédit et les prix de l'immobilier augmentent à vive allure. Les risques posés par un tel essor du crédit intérieur à un stade tardif du cycle économique sont, en eux-mêmes, déjà difficiles à gérer. Les afflux massifs de capitaux accroissent encore les risques et les difficultés pour les acteurs du marché et les autorités ; de plus, les économies émergentes se trouvent exposées à de brusques retournements dès lors que les marchés anticipent l'abandon des politiques non conventionnelles, comme la volatilité observée ces dernières semaines semble l'indiquer.

En bref, le rapport coûts-avantages de la poursuite de l'assouplissement monétaire se dégrade peu à peu. Le sursis octroyé devrait être mis à profit pour restaurer les bases d'une



croissance forte et durable. À cette fin, il convient, notamment, de mettre un terme à la dépendance à l'égard de l'endettement, d'améliorer la flexibilité de l'économie pour renforcer la croissance de la productivité, d'achever la réforme de la réglementation et de reconnaître les limites de ce que les banques centrales peuvent et doivent faire.

Mettre fin à la dépendance à l'égard de l'endettement

Prolonger la relance monétaire revient à alléger la pression qui s'exerce sur ceux qui devraient agir. L'extrême faiblesse des taux d'intérêt favorise la poursuite de l'endettement. En effet, bien que les ménages dans certains pays aient progressé dans leur désendettement, le niveau global de la dette, publique et privée, s'est accru en pourcentage du PIB, depuis 2007. Pour les économies avancées et émergentes représentées dans le graphique 2, il a augmenté de quelque 20 points de PIB, soit \$33 000 milliards, en grande partie sous l'effet de l'accroissement de la dette publique. Il va de soi que cette situation n'est pas viable.

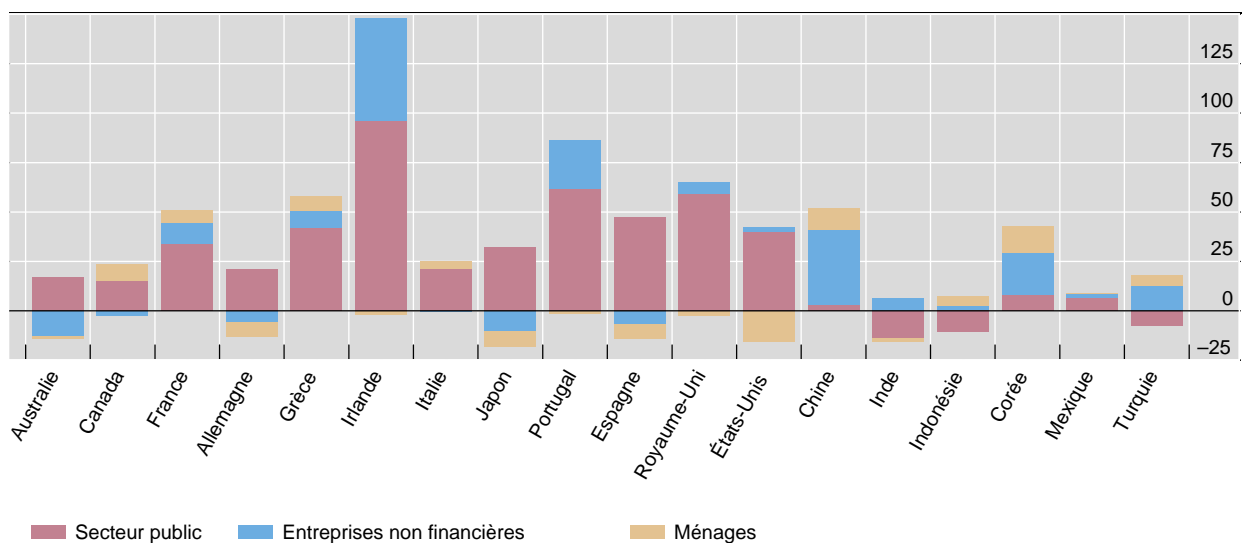
La faiblesse des taux a permis au secteur public de différer le redressement de ses finances, au risque d'aggraver encore la dégradation de la qualité des signatures souveraines et de peser sur la croissance à long terme. Plusieurs études montrent que lorsque la dette publique dépasse 80 % du PIB, la croissance a tendance à s'essouffler – sous l'effet du renchérissement du service de la dette (et de l'incertitude quant à la pression fiscale future), de la hausse des primes de risque sur la dette souveraine et de la réduction de la marge de manœuvre permettant d'appliquer des politiques contracycliques.

En matière d'assainissement des finances publiques, les gouvernements devraient se fixer des objectifs plus ambitieux. Dans les grandes économies avancées, le déficit global a été réduit, en moyenne, de quelque 3½ points de pourcentage. Ce résultat est du même ordre que lors de précédents épisodes d'ajustement budgétaire, mais il n'est pas suffisant pour ramener

Évolution de la dette, 2007–2012

En pts de % du PIB

Graphique 2



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE ; BRI ; données nationales.



la dette publique sur une trajectoire durable. Dans de nombreux pays, la dette publique continue d'augmenter, alors que le coût du service de la dette est historiquement bas. Le très faible niveau des taux longs pourrait donner à penser que les dépenses publiques sont financées à bon compte. Mais croire que les États ne sont soumis à aucune contrainte en matière de solvabilité est une illusion dangereuse. Les détenteurs d'obligations peuvent sanctionner promptement les gouvernements – et ne s'en privent pas – lorsqu'ils estiment que la trajectoire budgétaire n'est plus tenable.

La nécessité d'un ajustement budgétaire est particulièrement grande dans les États qui bénéficient actuellement des coûts d'emprunt les plus faibles. D'après nos calculs, compte tenu de la hausse des dépenses de santé et des engagements au titre des retraites, certains pays – les États-Unis et le Royaume-Uni, par exemple – devraient améliorer leur solde budgétaire primaire de plus de 10 points de pourcentage pour ramener leur dette publique à 60 % du PIB d'ici 2040. C'est un ajustement énorme. Pour de nombreuses autres économies, les chiffres ne sont guère moins élevés.

Lorsque la croissance est là, il est moins douloureux – certains pensent même quasi indolore – de réduire les déficits et la dette en proportion du PIB. L'adoption de plans d'assainissement pour l'avenir pourrait, en outre, apporter des avantages immédiats, en ramenant la confiance. La question est d'ailleurs posée : pourquoi ne pas annoncer des plans d'assainissement maintenant, mais agir plus tard, quand la conjoncture sera meilleure ?

La réponse est que, si l'on ne s'attaque pas aujourd'hui aux racines du problème, de tels engagements ne seront guère crédibles, et il est probable que la croissance déçoive à nouveau, comme ces dernières années. Il est très difficile de prendre, fiablement, des engagements au nom des gouvernements futurs. C'est ainsi que l'assainissement est sans cesse remis à plus tard, du moins jusqu'au jour où les investisseurs obligataires en décident autrement. Ce jour-là, la douleur se fera sentir, et l'assainissement ira à contre-courant de la croissance.

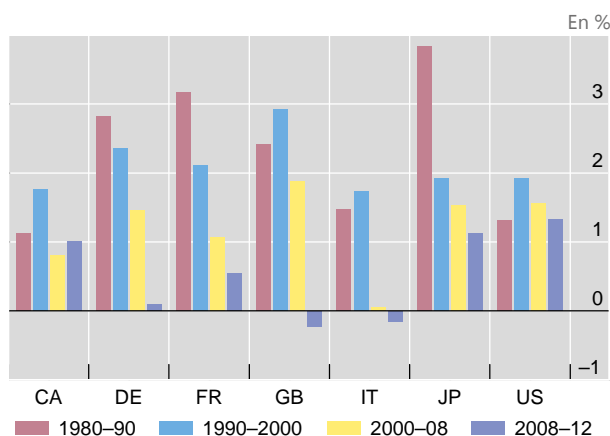
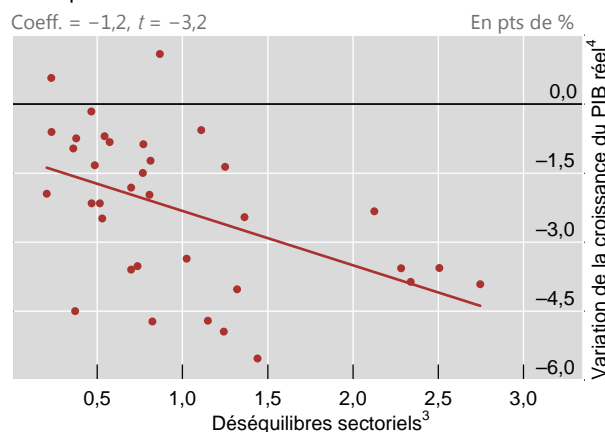
Au lieu de se demander *quand* l'assainissement devrait se produire, il vaudrait mieux tenter de déterminer *comment* s'y prendre. Les autorités devraient en régler soigneusement le dosage de manière à trouver le niveau d'ajustement qui minimisera les coûts à court terme et maximisera la stimulation du potentiel de production. Pour être efficace, l'assainissement devra privilégier les réductions de dépenses, en particulier la baisse de la consommation publique et des transferts de l'État, plutôt que les hausses d'impôt. Les propositions d'augmentation des recettes fiscales devraient viser avant tout des impôts qui induisent moins de distorsions que la taxation du travail et du capital.

Améliorer la croissance de la productivité

Dans un contexte de croissance financée par la dette, les autorités ont été incitées à retarder le délicat travail d'élimination des rigidités pesant sur les marchés du travail et des produits. Alors même que l'affectation des ressources devenait de moins en moins efficace, l'expansion économique a occulté la nécessité d'entreprendre des réformes. De plus, les mesures de relance macroéconomiques adoptées ces dernières années dans le sillage de la crise n'ont fait qu'exacerber ces distorsions. Les progrès accomplis sur la voie de ces réformes structurelles ont donc été lents.

Croissance de la productivité et déséquilibres sectoriels

Graphique 3

Croissance de la productivité du travail¹Variation de la croissance du PIB et déséquilibres sectoriels¹

¹ PIB réel par heure travaillée. ² Le diagramme de dispersion représente un certain nombre d'économies avancées et émergentes, mais n'inclut pas la Grèce, qui a enregistré une contraction du PIB de -11 % et un indice de déséquilibre sectoriel de 0,3. Le coefficient de régression devient -0,8 ($t = -1,4$) si la Grèce est incluse dans l'échantillon. ³ Définis comme la moyenne des variations, en valeur absolue, des parts sectorielles de l'emploi entre le début et la fin de la Grande Récession, soit de 2007 à 2009. ⁴ Taux de croissance annuel moyen entre 2010 et 2012 moins taux de croissance annuel moyen entre 2001 et 2007.

Sources : Commission européenne ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE ; calculs BRI.

Le retour à une croissance forte et durable exige d'accélérer les réformes qui favorisent la flexibilité. Comme le montre le graphique 3, la croissance de la productivité du travail suit une tendance à la baisse dans les grandes économies avancées. L'accumulation de graves déséquilibres sectoriels – en particulier l'hypertrophie du secteur financier et de l'immobilier – a, elle aussi, contribué à freiner la croissance. Ces déséquilibres ont également pesé sur la création d'emplois, avec des coûts énormes pour de nombreux citoyens et pour l'économie dans son ensemble. Cette évolution impose d'adopter des mesures qui améliorent la flexibilité, afin que la main-d'œuvre soit employée dans les secteurs les plus productifs et que l'innovation donne naissance à de nouveaux produits et marchés.

Il est toujours difficile de lancer des réformes et de modifier les comportements, parce que les coûts sont immédiats alors que les bienfaits ne se manifestent qu'à long terme. Mais les réformes se heurtent aussi à d'autres obstacles, économiques et financiers cette fois : l'urgence de leur mise en œuvre se voit en effet diminuée par les taux d'intérêt quasi nuls et l'action énergique des banques centrales.

Aussi difficiles qu'elles soient, pourtant, ces réformes sont décisives non seulement pour restaurer et préserver la confiance, mais aussi pour atténuer les souffrances humaines et les dégâts économiques qu'inflige le chômage de longue durée. Il est à noter que c'est dans les pays où la pression des marchés a été la plus forte que les progrès sur ce front ont été les plus visibles, mais il reste encore beaucoup à faire.

Achever la réforme du secteur financier

Un secteur financier en bonne santé est la clé de voûte d'une économie dynamique. La croissance, l'innovation et la création d'emplois nécessitent des financements reposant sur des



bases saines. Les banques progressent dans la restructuration de leurs bilans, mais à des rythmes différents. L'évolution des fonds propres et des primes CDS des banques témoigne des progrès accomplis. Cependant, dans certains pays, les banques doivent aller plus loin : la comptabilisation de leurs actifs dépréciés et la stabilisation de leurs sources de financement leur permettraient de retrouver la confiance des investisseurs.

Le niveau des primes CDS des banques (graphique 4, cadre de gauche) laisse penser que le travail n'est pas achevé, en particulier dans la zone euro. Les banques ont avancé dans le renforcement de leurs volants de fonds propres, mais des incertitudes demeurent, surtout quant aux liens entre la santé des banques et celle des émetteurs souverains. Pour rompre ces liens, il faut poursuivre l'assainissement des finances publiques, mais aussi avancer résolument vers la réalisation d'une union bancaire européenne en bonne et due forme, comprenant non seulement un ensemble unique de règles et un mécanisme unique de contrôle, mais aussi un dispositif unique de résolution et un système commun de garantie des dépôts.

Les fondements d'un système beaucoup plus solide sont en place : entamé avec la mise en œuvre des normes de fonds propres et de liquidité de Bâle III, le processus se poursuit avec le travail sur les régimes de résolution, avant d'aborder les réformes portant sur les dérivés de gré à gré et le système bancaire parallèle.

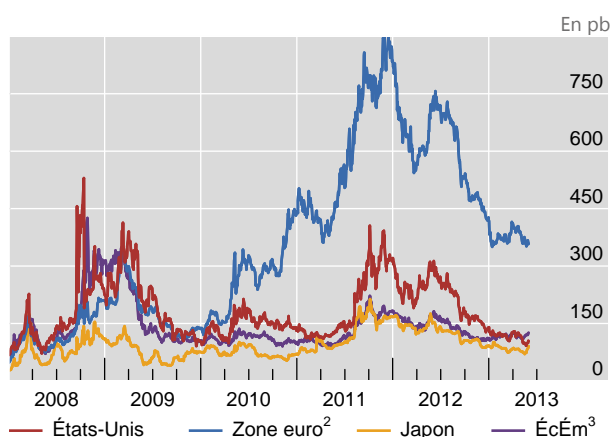
Restaurer la confiance dans la résilience des marchés et des établissements financiers nécessitera transparence et concordance dans l'application des nouvelles règles. Mais concordance ne signifie pas uniformité : une certaine diversité est nécessaire au dynamisme et à la stabilité des marchés. Toute la question est de savoir comment contrer les incitations qu'ont les banques à maximiser les fonds propres réglementaires qu'elles déclarent.

Pour être efficace, un cadre réglementaire doit tenir compte du risque et fournir aux intervenants de marché des informations comparables et fiables sur les risques pris par les

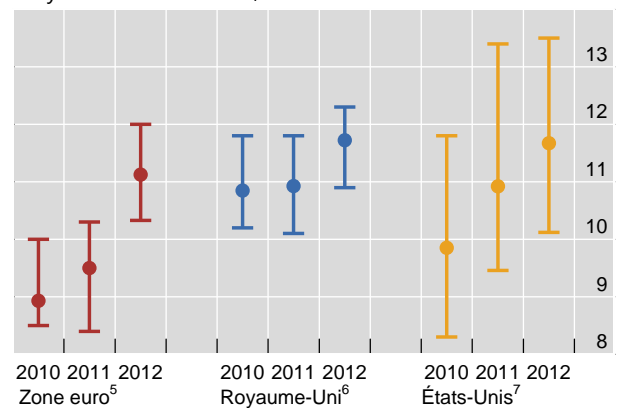
Banques : primes de risque et fonds propres

Graphique 4

Primes CDS du secteur bancaire¹



Ratio de fonds propres de base (*Tier 1*) des banques, moyenne et fourchette, en fin d'année⁴



¹ Primes CDS 5 ans en dollars, dernière définition ; moyenne arithmétique d'un échantillon de banques. ² Allemagne, Belgique, France, Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal. ³ Économies émergentes : Brésil, Chine et Singapour. ⁴ Moyenne : moyenne arithmétique d'un échantillon de banques. ⁵ BNP Paribas, Société Générale, Commerzbank AG, Deutsche Bank, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, UniCredit SpA. ⁶ Barclays, HSBC, Lloyds TSB Group, Standard Chartered Plc. ⁷ Wells Fargo & Company, Bank of America Corporation, JPMorgan Chase & Co., Citigroup Inc., Bank of New York Mellon Corporation.

Sources : Bankscope ; Markit ; calculs BRI.



banques. Mais il doit aussi refléter les incertitudes inhérentes à l'évaluation du risque. La solution réside-t-elle pour autant dans une mesure simple du risque ? Probablement pas. Même la règle la plus simple exige, pour être bien appliquée, une réglementation détaillée. Cependant, l'utilisation conjointe de mesures de bilan sensibles au risque et d'un simple ratio de levier peut contribuer à une meilleure prise en compte, par le cadre prudentiel, de la complexité et des incertitudes inhérentes à toute évaluation du risque dans un système financier évolué.

De manière plus générale, la confiance dans le système financier ne pourra qu'être renforcée par des mécanismes, nationaux et transfrontières, permettant de résoudre les défaillances des établissements financiers sans faire appel aux deniers publics. De tels dispositifs sont essentiels pour éliminer les subventions publiques implicites et l'aléa moral qui s'attachent à la problématique des banques « trop grandes pour faire faillite ».

Reconnaître les limites de l'action des banques centrales

Au cours de l'année écoulée, les banques centrales ont pris de nouvelles mesures de stimulation monétaire suivant trois grands axes :

- Premièrement, elles ont renforcé leurs interventions sur les marchés des obligations d'État. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre détiennent aujourd'hui une portion considérable des obligations émises par leur pays respectif. Si l'on inclut les obligations acquises par les banques centrales étrangères dans le cadre de leurs interventions sur les marchés des changes, les banques centrales détiennent environ un tiers de l'ensemble des titres du Trésor américain en circulation.
- Deuxièmement, les banques centrales se sont efforcées de remettre en état des segments spécifiques du mécanisme de transmission monétaire, en utilisant différents outils : des programmes de prêt ciblés, comme le Funding for Lending Scheme de la Banque d'Angleterre ; des achats d'obligations de certains États, comme le programme de la BCE pour les marchés de titres ; des achats de titres adossés à des créances hypothécaires, mesure maintenue par la Réserve fédérale ; ou encore la bonification des taux de prêt, comme l'a fait la Banque du Japon avec ses mesures de renforcement des fondements de la croissance économique.
- Troisièmement, les banques centrales ont pris des engagements pour l'avenir. La plupart sont conditionnels ; ainsi, la Réserve fédérale poursuivra l'expansion de son bilan au moins jusqu'à ce que le chômage descende au-dessous d'un certain seuil, et la BCE, avec son programme d'opérations monétaires sur titres, achètera les obligations de pays qui remplissent certaines conditions.

Il y a encore cinq ans, la plupart de ces mesures, voire toutes, étaient inimaginables. Le fait qu'elles soient maintenant en vigueur montre toute l'ampleur des responsabilités et de la charge que les banques centrales assument aujourd'hui.

Mais cette surdépendance à l'égard des banques centrales pose des problèmes importants pour l'économie dans son ensemble. Si des progrès étaient accomplis en matière d'assainissement et de réformes, les banques centrales pourraient normaliser plus facilement leur politique monétaire.



La remontée des taux d'intérêt à long terme à partir de leurs niveaux anormalement bas, illustrés par le cadre de gauche du graphique 5, aura bien entendu un impact économique et financier. La puissance de cet impact dépendra éminemment de la dynamique du processus de hausse des taux. L'expérience a montré que l'ascension des taux longs pouvait être abrupte et fluctuante. Compte tenu de la complexité du système financier mondial, il est impossible de prédire la trajectoire que suivra cet ajustement.

Les économies émergentes pourraient être particulièrement exposées en cas de poussée brutale de la volatilité sur les marchés et d'inversion des vastes afflux récents de capitaux, que décrit le cadre de droite du graphique 5. Les taux d'intérêt, les marchés d'actions et les taux de change sur les marchés émergents sont, depuis peu, sujets à une volatilité qui confirme ce point de vue.

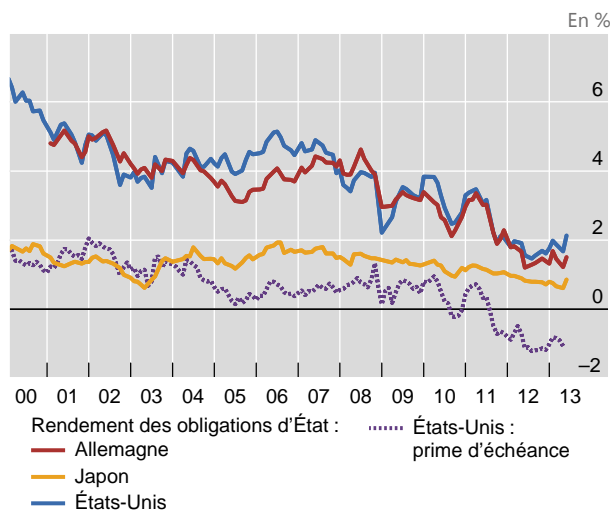
Personne ne sait exactement comment les banques centrales vont mettre un terme à leurs politiques actuelles, ni où les mènera cette sortie. Quoi qu'il en soit, la mise en œuvre et la communication devront faire l'objet de tous leurs soins. Les banques centrales disposent aujourd'hui d'une panoplie d'outils plus étendue qu'il y a six ans. Mais, le moment venu, elles auront besoin de flexibilité pour pouvoir utiliser ces outils comme elles l'entendent. De plus, elles devront asseoir leurs décisions sur des bases beaucoup moins certaines qu'elles ne le souhaiteraient probablement. Mais si elles attendent des preuves irréfutables, la sortie pourrait s'en trouver plus compliquée et coûteuse. Plus l'échelle et la portée de leurs interventions seront grandes, plus il sera difficile de les réduire.

Au-delà des questions que pose la sortie, le rôle des banques centrales a changé. Un cadre de politique monétaire axé sur la stabilité des prix reste au fondement d'une croissance forte et durable, mais, la crise nous l'a appris, l'objectif d'une stabilité des prix à court terme doit s'accompagner de considérations de stabilité financière : comment gérer, de manière plus

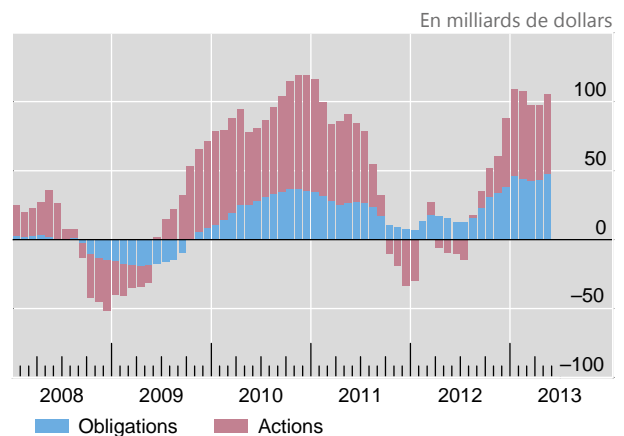
Taux longs et flux de capitaux

Graphique 5

Rendement des obligations d'État et prime d'échéance (États-Unis) 10 ans



Écém : flux annuel net d'investissements de portefeuille¹



¹ Somme mobile sur 12 mois.

Sources : Bloomberg ; EPFR ; calculs BRI.



symétrique, les phases d'expansion-contraction financière et comment intégrer, dans les décisions prises, leurs répercussions internationales. Relever ces défis exige de comprendre et d'accepter les limites de ce que les banques centrales peuvent et doivent faire.

Une responsabilité partagée

Des progrès ont été enregistrés sur tous les fronts des réformes. Mais chacun doit utiliser au mieux le sursis octroyé par l'accommodation monétaire.

S'agit-il de préconiser un resserrement indifférencié, simultané et généralisé de toutes les politiques ? Certainement pas. Les mesures prises concrètement devront être adaptées aux circonstances et besoins spécifiques des différents pays. Il n'est pas nécessaire non plus de les appliquer simultanément bien que, dans certains pays, il puisse être difficile d'éviter une réduction globale de l'accommodation, parce que certaines politiques ont clairement atteint leurs limites.

Il s'agit de prendre, dès maintenant, des décisions responsables pour renforcer la croissance et éviter un ajustement plus tardif et encore plus coûteux. Il s'agit aussi de reconnaître que le retour à la stabilité et à la prospérité est une responsabilité partagée. La politique monétaire a fait sa part du travail. Pour susciter la reprise, il faut désormais s'attacher à favoriser la flexibilité et le dynamisme économiques, et à stabiliser les finances publiques.

Enfin, la responsabilité de la stabilité économique et financière est partagée aussi à l'échelle internationale, compte tenu des vastes flux de biens, de services et de capitaux qui traversent chaque jour les frontières. Les effets extérieurs des politiques nationales sont inhérents à la mondialisation. Comprendre ces répercussions et trouver les moyens d'en éviter les effets indésirables sont deux tâches qui sont au cœur de la mission de la BRI. Il est essentiel que banques centrales et autorités prudentielles poursuivent leur dialogue – que la BRI facilite et encourage –, de manière à favoriser l'élaboration de politiques exemptes de biais national. Un tel biais risquerait de nuire à la mondialisation et, partant, d'obstruer la voie vers une croissance soutenue de l'économie mondiale.