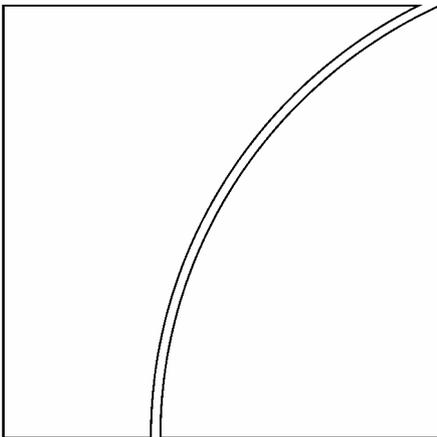




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Allocution du Directeur Général

Allocution prononcée par Malcolm D. Knight
Directeur Général de la BRI



Bâle, le 26 juin 2006

Allocution de Malcolm D. Knight

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire
à Bâle, le 26 juin 2006

Mesdames, Messieurs,

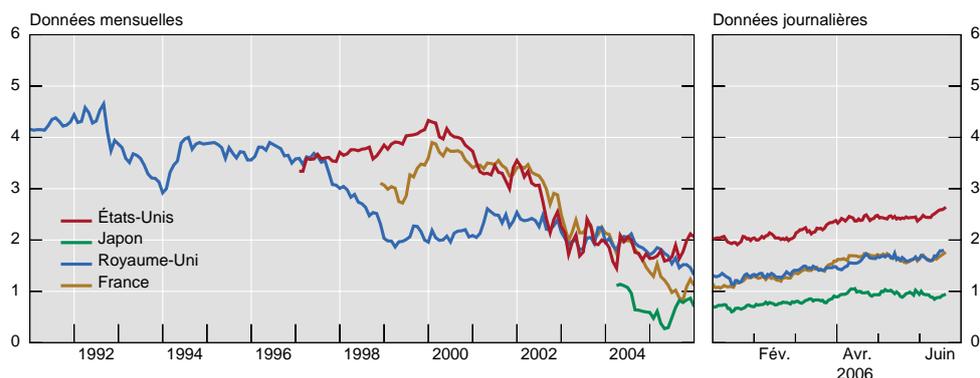
Les résultats économiques de ces douze derniers mois ont de quoi nous satisfaire. La croissance mondiale a été bien plus rapide en 2005 qu'on ne l'envisageait l'an passé à la même époque, et l'inflation est restée basse malgré le fort renchérissement des prix pétroliers. Pour 2006, la plupart des prévisions misent sur des résultats tout aussi favorables. Et, jusque très récemment au moins, les marchés financiers faisaient preuve d'un calme remarquable.

Depuis quelques semaines, toutefois, la volatilité est en hausse partout dans le monde. Il semble bien que soit enfin intervenue une remontée, régulière mais modérée, des taux d'intérêt réels à long terme. Or ces derniers, à bien des égards, jouent un rôle important dans la détermination des prix des actifs, réels et financiers. Sur plusieurs places, les indices boursiers ont perdu plus de 20 % par rapport à leur sommet de l'année. Divers instruments ont fait l'objet d'un intense négoce et certains investisseurs ont subi de lourdes pertes ; mais, jusqu'ici, le système financier a bien résisté à ce revirement du sentiment des opérateurs.

Cela étant, le contexte financier s'est modifié. Et, si l'on veut comprendre quelles pourraient en être les conséquences pour les banques centrales, il faut prendre du recul et analyser les relations entre croissance et évolution des marchés financiers ces dernières années.

Les taux d'intérêt réels n'avaient cessé de diminuer depuis la fin des années 90. Le graphique 1 représente l'évolution du rendement des obligations à long terme indexées sur l'inflation, dans certaines grandes monnaies. Il est frappant de constater que cette tendance baissière s'est poursuivie en 2004 et 2005 malgré une hausse prononcée de la croissance mondiale. Aux États-Unis et dans la majeure partie de l'Europe, les taux d'intérêt réels étaient tombés à 1 % et 2 % respectivement – très bas par comparaison avec les valeurs historiques. Et même si le maintien de politiques monétaires accommodantes sur une période exceptionnellement longue y a contribué, cette tendance durable, générale et résultant des forces du marché reste, dans l'ensemble, une énigme.

Graphique 1 **Rendement des obligations à long terme indexées**
En %

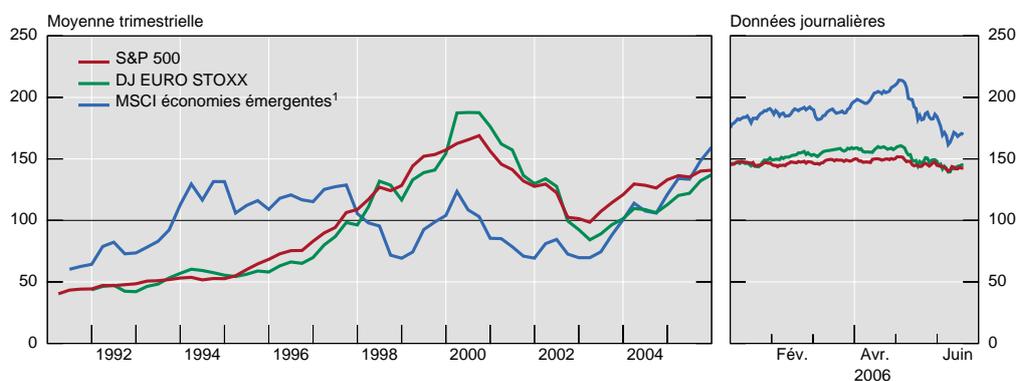


Sources : Bloomberg ; données nationales.

De nombreux facteurs ont été avancés pour expliquer la faiblesse des taux longs réels : une épargne mondiale en augmentation, alors que la demande d'investissement reste modérée ; une inflation stable et basse, qui a comprimé la prime d'inflation ; les innovations financières, qui ont permis aux investisseurs de limiter leur risque de portefeuille, ce qui les a incités à détenir des actifs à plus longue échéance ; enfin, une demande accrue d'obligations de la part des investisseurs institutionnels et des banques centrales. Tant que ces facteurs sont à l'œuvre, on peut être fondé à penser que, sur un cycle complet, le niveau moyen des taux réels pourrait, à l'avenir, être bien inférieur à ce qu'il a été.

Quelles qu'en soient les raisons, le recul des rendements réels durant la décennie passée a indubitablement conduit à revoir à la baisse le facteur d'actualisation des revenus futurs, ce qui n'aura pas manqué d'exercer une grande influence sur la tarification des actifs durables, réels ou financiers, même en l'absence d'une modification des anticipations de revenus futurs. De fait, les cours des actions et les prix de l'immobilier résidentiel, et ceux de nombreuses autres classes d'actifs, se sont envolés ces dernières années. À titre d'exemple, on voit bien, sur le graphique 2, que les trois indices boursiers représentés se situent encore – y compris après la récente correction – au-dessus de leurs tendances historiques.

Graphique 2 **Cours des actions**
1991–2005 = 100



¹ En termes de dollars EU.

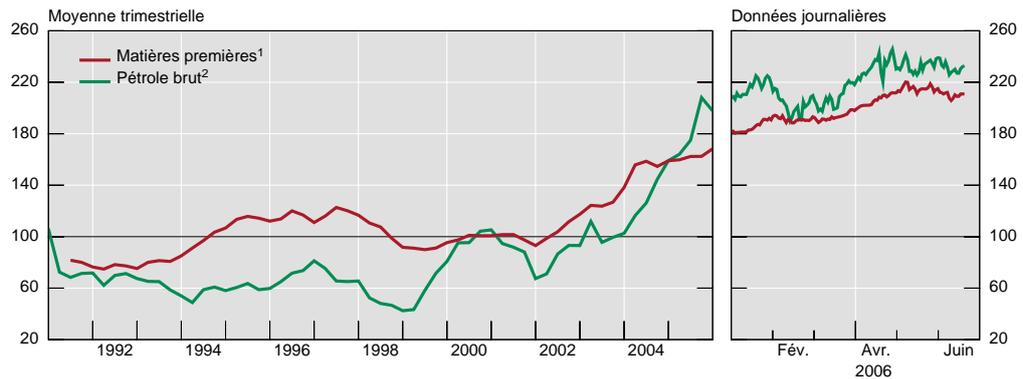
Sources : Morgan Stanley Capital International ; données nationales.

La hausse des cours des produits de base, elle aussi générale, semble s'être accélérée en 2004 et 2005. Là encore, le phénomène s'est produit alors même que les taux longs tombaient à de bas niveaux. Comme l'indique le graphique 3, le renchérissement des cours – très marqué en début d'année – paraît s'être interrompu voilà quelques semaines. Mais leur niveau demeure élevé.

Graphique 3

Cours des produits de base

2000 = 100



¹ Moyenne, pondérée en fonction du niveau de production ou de consommation aux États-Unis, des 15 composantes de l'indice Moody's (argent, blé, cacao, café, caoutchouc, coton, cuirs et peaux, cuivre, déchets et débris d'acier, laine, maïs, plomb, porc, soie, sucre).

² West Texas Intermediate.

Sources : Bloomberg ; Datastream.

Le plus surprenant est que la forte progression de la demande globale depuis plusieurs années, la hausse des prix des actifs et la très vive augmentation des cours des produits de base ne se soient pas encore traduites par une accélération généralisée de l'inflation. De nombreuses explications ont été proposées pour résoudre cette autre énigme : la crédibilité accrue des banques centrales ; une intensification de la concurrence sur les marchés domestiques ; ou le bond de l'offre émanant, notamment, de Chine et d'Inde. La question n'est toujours pas tranchée. Ce qui est sûr, c'est que cette longue période de désinflation n'a pas pu être la conséquence d'amples relèvements des taux directeurs – qui avaient eu un rôle si important vers la fin des années 70 et dans les années 80 –, puisque, dans de nombreux pays, ces taux ont été relativement stables et faibles et le sont demeurés jusqu'à une date récente.

Dans la mesure où nous ne connaissons pas entièrement les causes profondes de cette « grande désinflation », il ne serait pas prudent de tabler sur le fait que cette heureuse association de croissance forte et de faible inflation durera éternellement. À un moment ou à un autre, il se peut fort bien que les banques centrales aient à agir sur les taux directeurs plus vigoureusement qu'elles n'ont dû le faire ces dernières années. Nombre d'intervenants, qui l'ont bien compris, ont attribué la récente volatilité des marchés à des inquiétudes concernant la réaction des banques centrales face à des perspectives macroéconomiques plus incertaines.

Les risques d'inflation sont désormais perçus comme plus importants qu'ils ne l'étaient depuis un certain temps. Au cours des quelque douze

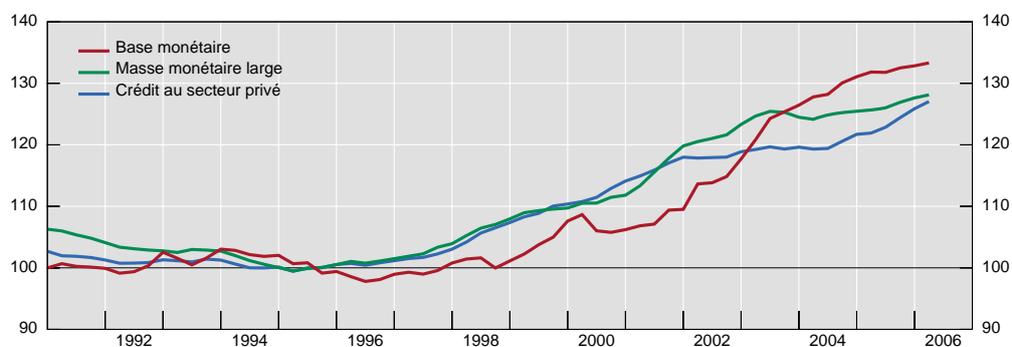
derniers mois, le rythme de la croissance mondiale a été plus largement partagé et les capacités excédentaires mondiales se sont réduites. Le risque s'est donc amplifié de voir des chocs de demande positifs déclencher une hausse généralisée de l'inflation. Par ailleurs, il est devenu sensiblement plus difficile d'évaluer certains facteurs importants influant sur l'inflation à moyen terme. Nous avons assisté, dans de nombreux pays, à la montée des prix de l'immobilier résidentiel : se répercutera-t-elle, à terme, sur les indices des prix à la consommation et sur les salaires ? Quel sera, globalement, l'impact de l'intégration plus poussée de la Chine et de l'Inde à l'économie mondiale ? Que se passera-t-il si les cours du pétrole continuaient leur ascension les deux ou trois prochaines années ?

Les banques centrales doivent, tout particulièrement, se soucier des effets ultimes de la forte expansion des agrégats monétaires et du crédit ces dernières années. Le graphique 4 montre, pour les pays du G 3, l'évolution depuis 1991 de la base monétaire (en rouge), de la masse monétaire large (en vert) et du crédit au secteur privé (en bleu) par rapport au PIB nominal. Ces mesures de la liquidité, on le voit, ont progressé au même rythme que le PIB nominal jusque vers 1997. Depuis, toutefois, elles ont toutes augmenté bien plus vite, à un rythme qui ne donne aucun signe de ralentissement. Cette évolution serait-elle un facteur de tensions inflationnistes pour l'avenir ? N'aurait-elle pas déjà contribué à la montée des prix des actifs que je viens d'évoquer ?

Graphique 4

G 3 : agrégats de masse monétaire et de crédit

Par rapport au PIB nominal ; 1995 = 100



États-Unis, zone euro et Japon : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. Zone euro : avant 1999, calcul effectué à partir des données des États membres.

Sources : données nationales.

Compte tenu de toutes ces incertitudes autour de l'inflation et des prix des actifs, les banques centrales doivent, à ce stade, se montrer particulièrement vigilantes concernant les menaces susceptibles d'affecter la stabilité des prix à moyen terme. La plupart des observateurs s'attendent, malgré tout, à ce que l'inflation reste basse. Quelques signes avant-coureurs d'une légère montée possible des anticipations d'inflation et d'une augmentation des prix à la consommation sont néanmoins préoccupants.

Aux États-Unis, la politique monétaire a déjà été notablement durcie. Elle est aussi devenue un peu moins accommodante dans la zone euro. Le Japon a

annoncé son intention d'abandonner son orientation extrêmement souple, le taux directeur étant toutefois maintenu proche de zéro. Plusieurs banques centrales d'Asie ont relevé leur taux directeur – mais ce dernier, dans bien des cas, est resté faible, voire négatif, en termes réels.

Il est difficile de dire à quel niveau il faudra porter les taux directeurs. La hausse des rendements à long terme et le durcissement des conditions financières ne s'étant produits que récemment, il se pourrait que les resserrements monétaires produisent leurs effets décalés plus tardivement que par le passé. De plus, un resserrement quasi simultané de la part des banques centrales pourrait avoir une incidence plus grande que prévu sur les marchés et sur la demande mondiale. Au vu de ces incertitudes à la fois sur les perspectives de croissance et d'inflation et sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, il convient de rester pragmatique. Ainsi faudra-t-il réévaluer les perspectives macroéconomiques à la lueur des nouvelles données économiques, à mesure qu'elles parviennent. L'exercice, compte tenu des conditions actuelles, pourrait se révéler plus difficile qu'à l'accoutumée, puisque les fluctuations du goût des investisseurs pour le risque peuvent, elles-mêmes, influencer sur la demande domestique.

Quoi qu'il en soit, les acteurs des marchés financiers doivent être conscients qu'on ne peut dire avec précision quelle trajectoire suivront les taux courts : à juste raison, les principales banques centrales se sont engagées à prendre toute mesure nécessaire pour maintenir la stabilité des prix.

Les banques centrales et autres institutions chargées de la surveillance du système financier ont prévenu les intervenants de marché depuis un certain temps que cette combinaison de taux d'intérêt très bas et de volatilité exceptionnellement limitée sur les marchés ne saurait durer toujours. Le récent réveil de la volatilité devrait rappeler aux établissements financiers qu'il leur faut effectuer régulièrement des simulations afin de vérifier la solidité de leurs positions en cas d'évolution défavorable des conditions de marché ou de la conjoncture.

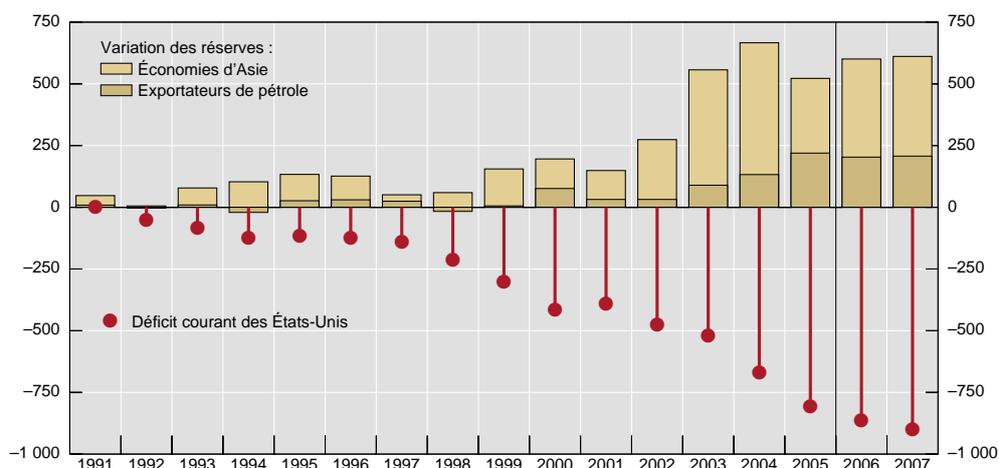
L'incidence d'amples déséquilibres des paiements courants – qui continuent de se creuser – est également difficile à prédire. Selon les dernières prévisions du FMI, le déficit courant des États-Unis (traits rouges du graphique 5) atteindra près de 7 % du PIB en 2006 et en 2007. Un tel déficit, qui témoigne, en partie, d'une épargne nationale insuffisante, ne peut se maintenir éternellement. Nous pouvons, il est vrai, nous rassurer en songeant que les États-Unis ont une économie si puissante et si dynamique que l'attrait exercé par les actifs américains sur des millions d'investisseurs étrangers peut financer sur la durée un important déficit courant.

Ce qui est moins rassurant, c'est qu'une part non négligeable de ce déficit a été financée par des interventions répétées et massives de banques centrales de pays en excédent courant qui se refusent à une appréciation de leur monnaie. Entre 2002 et 2005, les réserves de change officielles en Asie (Japon inclus) ont augmenté de quelque \$1 400 milliards et, d'après de nombreux analystes, la tendance devrait se poursuivre en 2006 et en 2007. Le graphique 5 illustre les hypothèses de travail actuelles du FMI.

Graphique 5

Déficit courant des États-Unis et réserves des économies d'Asie et des exportateurs de pétrole

En milliards de dollars EU



2006 et 2007 : prévisions.

Source : FMI.

Il y a de bonnes raisons – tant d'un point de vue international que national – de croire qu'une accumulation de réserves de cette envergure ne peut continuer indéfiniment. Au plan international, retarder l'ajustement de change expose presque toujours au risque que le réalignment, qui finira par se produire, soit plus soudain et délicat à maîtriser que si l'on avait accepté une plus grande souplesse auparavant. Au plan intérieur, il est devenu de plus en plus difficile d'endiguer efficacement l'expansion monétaire résultant d'achats massifs de devises. Dans certains cas, l'ampleur des interventions provoque des distorsions dans le système financier local.

Plusieurs pays d'Asie ont, d'ailleurs, laissé leur monnaie s'apprécier depuis une année environ. La Chine, qui a reconnu il y a longtemps la nécessité d'un ajustement de change à moyen terme, a amorcé une transition vers un régime davantage axé sur le marché. Cela devrait, à la longue, lui donner aussi des instruments plus souples de contrôle monétaire. Le succès dépendra beaucoup de sa capacité à traduire suffisamment tôt cet objectif dans les faits.

Je me suis, jusqu'ici, cantonné aux défis que les banques centrales devront relever. Avant de conclure, je tiens à souligner que les gouvernements ont, eux aussi, à œuvrer en faveur d'une croissance solide non inflationniste pour les années à venir. Ils devront agir dans deux domaines particulièrement.

En premier lieu, dans le domaine de la politique budgétaire. Durant les quatre dernières années, le solde budgétaire du gouvernement fédéral des États-Unis a enregistré un déficit voisin de 4½ % du PIB en moyenne – pourtant, en 2000 encore, il était excédentaire. Dans certaines grandes économies de la zone euro aussi, les déficits sont également bien trop importants. Au vu des niveaux élevés de l'endettement actuel et des dépenses futures en matière de santé et de retraite, les perspectives budgétaires à moyen terme sont préoccupantes pour beaucoup de pays industrialisés.

En revanche, les progrès réalisés par certaines économies émergentes pour lutter contre les déficits budgétaires sont encourageants. Et de nombreux gros exportateurs de pétrole – dont l'Algérie, l'Arabie Saoudite, le Nigeria, la Russie, ainsi que plusieurs autres États du Golfe – ont pris soin de gérer plus prudemment que par le passé les recettes supplémentaires tirées de la hausse des cours pétroliers. Il n'en demeure pas moins que les déficits et l'endettement de diverses grandes économies émergentes restent trop élevés.

En second lieu, il faudra s'atteler aux réformes microéconomiques. L'une des raisons majeures pour lesquelles l'économie mondiale a progressé si fortement durant les cinq dernières années avec si peu d'inflation déclarée tient au fait qu'une part plus importante de l'activité économique mondiale est désormais dictée par le marché. Les réformes radicales mises en place dans les grandes économies planifiées et dans d'autres économies surréglementées du monde en développement ont transformé leurs perspectives de croissance. En outre, la libéralisation du commerce a contribué à maintenir l'inflation à un bas niveau.

Ceux qui résistent aux réformes ne doivent pas perdre tout cela de vue. Les réformes structurelles, il est vrai, ont souvent des coûts immédiats et ne produisent pas rapidement leurs effets. Mais, l'histoire de la décennie passée le prouve, les résultats sont là. Le cadre plus concurrentiel de l'économie mondiale exige une plus grande adaptabilité et encore davantage de détermination à conclure des accords commerciaux multilatéraux, bénéfiques à tous.

Nous ne devons pas sous-estimer les difficultés que présente la gestion d'un monde nouveau, dans lequel les nouveaux géants économiques – Brésil, Russie, Inde et Chine, pour suivre l'ordre de l'acronyme « BRIC » – façonnent de plus en plus les conditions économiques. Leur essor a modifié le processus d'inflation dans le monde et le mécanisme d'ajustement international d'une façon que nous devons nous efforcer de mieux comprendre. Le rythme des mutations à l'intérieur de ces économies a été très rapide, et les cadres des politiques ainsi que les structures de gouvernance, par exemple, n'ont pas toujours suivi. Le poids économique croissant de ces pays, à lui seul, les investit maintenant de responsabilités internationales. Parallèlement, les structures de coopération multilatérale doivent être adaptées à ces réalités économiques inédites. Vous le savez, le changement est en cours à la BRI pour aider à faire évoluer dans ce sens la coopération entre banques centrales. Nous sommes persuadés que cela permettra à la Banque de poursuivre la mission qui est la sienne depuis toujours : favoriser un dialogue et un débat ouverts entre banques centrales sur ces grandes questions planétaires.