

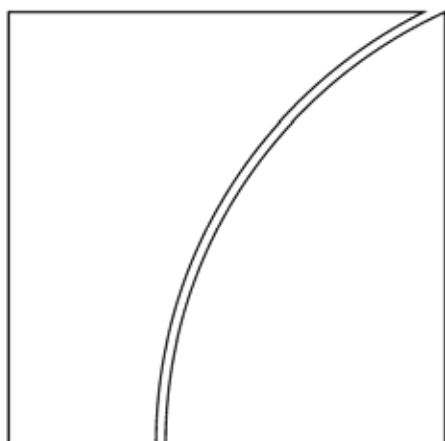


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

## Allocution du Directeur Général

Perspectives mondiales  
et politiques économiques

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



Bâle, le 24 juin 2007



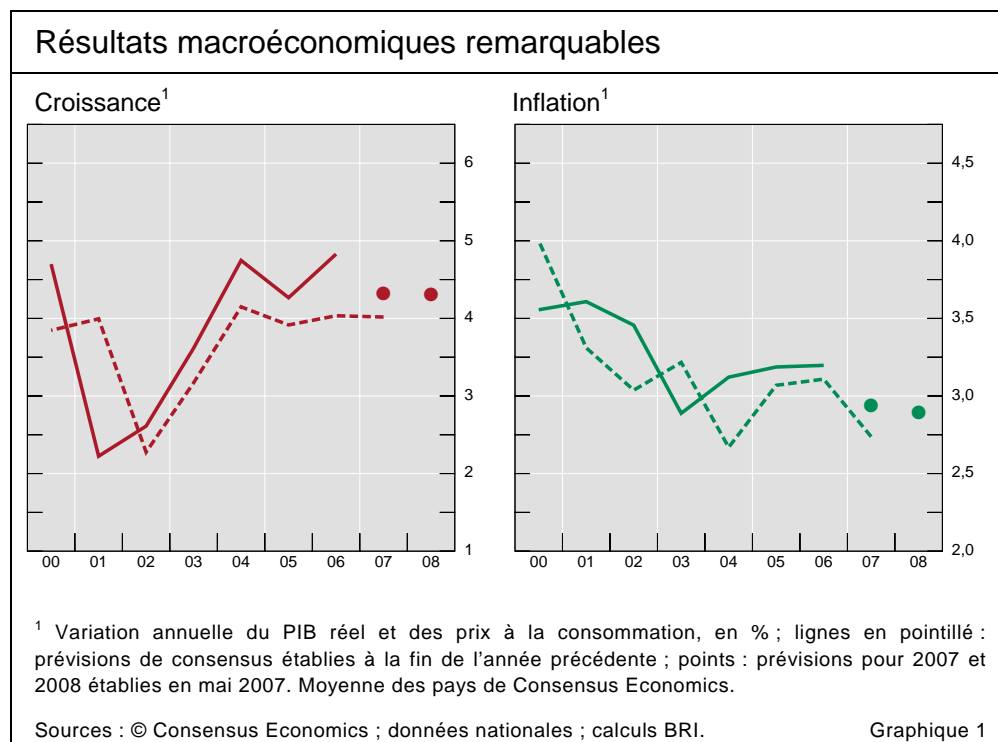
# Allocution de Malcolm D. Knight

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire  
à Bâle, le 24 juin 2007

Mesdames, Messieurs,

2006 a été une autre année étonnante pour l'économie mondiale. La croissance a dépassé, et de beaucoup, les prévisions de consensus (cadre de gauche du graphique 1). La production s'est accrue de plus de 4 % pour la quatrième année consécutive, prolongeant l'une des périodes d'essor économique les plus soutenues d'après-guerre. En outre, comparée à ces dernières années, l'expansion a été plus largement partagée sur le plan international. En conséquence, le taux de chômage a eu tendance à baisser dans quantité de pays. Dans le même temps, l'inflation est restée généralement modérée dans la plupart d'entre eux, comme on s'y attendait (cadre de droite du graphique 1). Le tout est allé de pair avec la poursuite de bons résultats dans le secteur financier.



Avec le recul, l'année écoulée n'est finalement que l'une des illustrations les plus récentes de ce que certains observateurs ont appelé la « Grande Modération » – phase prolongée de volatilité relativement faible de la production et de l'inflation à laquelle nous venons d'assister. Certes, depuis la fin des années 1980, le chemin n'a pas été sans embûches pour tous : plusieurs pays, en particulier le Japon et d'autres économies d'Asie, ont été confrontés à de graves difficultés économiques et financières. Malgré tout, l'Histoire retiendra peut-être les quelque dix dernières années comme une sorte d'« âge d'or ».

Les prévisions de consensus pour 2007 et 2008 annoncent une poursuite des tendances récentes. L'augmentation de la production mondiale devrait se ralentir pour s'approcher de la croissance tendancielle estimée (points rouges dans le cadre de gauche du graphique 1). Elle devrait, de plus, être mieux équilibrée, tant au niveau des catégories de dépense (augmentation de la dépense des entreprises et ralentissement de l'investissement résidentiel) qu'au niveau des pays (le reste du monde rattrapant peu à peu les États-Unis). De même, l'inflation devrait rester modérée (points verts, cadre de droite du graphique 1).

Les autorités peuvent et doivent se féliciter de la poursuite de ces bons résultats, dus, pour une bonne part, à l'extraordinaire moteur qu'est la mondialisation, réelle ou financière, soutenue par des politiques macroéconomiques et structurelles plus solides et axées sur le marché. À cet égard, la détermination des banques centrales à lutter contre l'inflation a été cruciale.

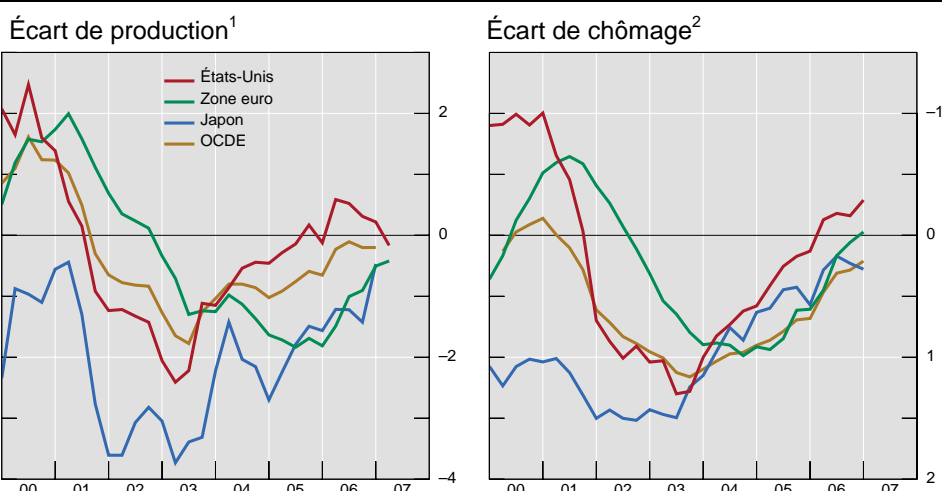
Or, c'est précisément durant des périodes telles que celle-ci qu'il faut se garder de toute complaisance. Il incombe à des responsables avisés de scruter l'horizon économique pour voir si, sous le calme apparent, des tensions ne seraient pas en train de se former. Car il n'est pas prudent de fonder une politique seulement sur un scénario central. Par ailleurs, nous devons reconnaître ouvertement les limites de notre savoir.

C'est dans cet esprit que je vais, si vous le permettez, endosser un instant l'habit du géologue et tenter d'explorer certaines des lignes de faille potentielles dans la structure de l'économie mondiale, et notamment les signes d'une lente accumulation de pressions susceptibles de se manifester subitement. J'aimerais, en particulier, concentrer mon propos sur trois fronts : perspectives d'inflation, caractéristiques du cycle financier en cours et configuration globale des positions extérieures des pays.

L'évolution de l'*inflation* a, une fois de plus, été remarquablement favorable en 2006 et au premier semestre 2007. L'indice général des prix à la consommation a, plus ou moins, suivi les fluctuations des cours énergétiques, mais est resté modéré dans l'ensemble. Il a, par ailleurs, continué de montrer une sensibilité moindre que par le passé aux indicateurs de l'utilisation des capacités. Et, à de rares exceptions près, les anticipations d'inflation à long terme n'ont guère réagi aux variations de l'indice général.

Sous la surface, toutefois, des tensions pourraient être en train de se développer. L'inflation sous-jacente (hors prix de l'alimentation et l'énergie) semble avoir progressivement évolué à la hausse en 2006. Des signes

## Réduction du sous-emploi des capacités



<sup>1</sup> En % de la production potentielle. <sup>2</sup> Taux de chômage moins NAIRU, en points de % ; échelle inversée.

Sources : OCDE ; données nationales.

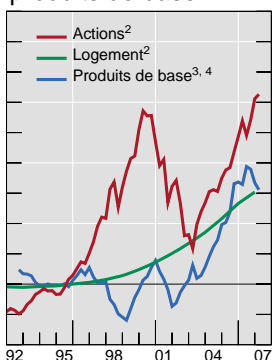
Graphique 2

indiquent que les excédents de capacités seraient en train de se résorber simultanément dans un certain nombre de grandes économies (graphique 2), et ce, que ces excédents soient mesurés par l'écart entre la production et l'estimation de sa tendance ou entre le taux de chômage et le NAIRU (taux de chômage non accélérateur de l'inflation). Les revendications salariales sont en augmentation et, selon les enquêtes menées dans certains pays, les entreprises retrouveraient leur pouvoir de marché. Il se peut que les vents favorables de la mondialisation soient retombés, pour un temps au moins, comme semble l'indiquer la vive hausse des salaires dans des pays tels la Chine. Plus généralement, on sait fort peu de choses sur l'effet cumulé que pourrait avoir eu le maintien, sur une si longue durée, de taux directeurs à un niveau si bas, comme en témoigne aussi l'expansion cumulée des agrégats de monnaie et de crédit – je reviendrai sur ce dernier point plus tard. De plus, il ne serait pas prudent de trouver rassurante la stabilité des anticipations d'inflation, compte tenu du peu que nous savons des facteurs qui les déterminent.

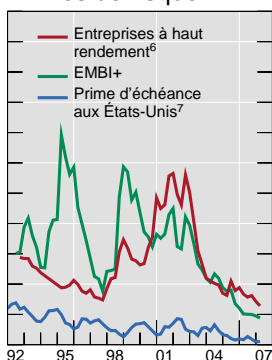
Qu'en a-t-il été des vulnérabilités financières ? Les *marchés financiers* ont traversé une période exceptionnelle durant la reprise mondiale qui a suivi le ralentissement de 2001 (graphique 3). Les prix des actifs ont connu un vif essor (cadre de gauche). La vigueur de la croissance des prix de l'immobilier résidentiel dans une bonne partie du monde a soutenu des marchés hypothécaires particulièrement dynamiques. Les prix des actions se sont remis du krach mondial de 2000, et les produits de base, en tant que classe d'actif, dégagent des rendements très attractifs pour les investisseurs depuis un certain temps. Les primes de risque, particulièrement pour les titres à revenu fixe, ont touché des planchers historiques, que les titres soient ou non sujets au risque de défaut (cadre du milieu). Sauf lors de très brefs épisodes, la volatilité à court terme a été exceptionnellement faible pour une grande variété

## Vigueur des marchés d'actifs

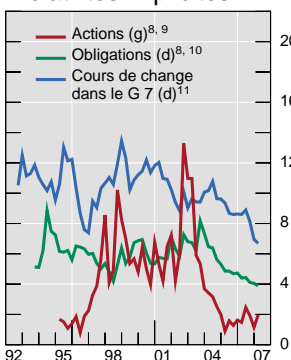
Prix des actifs et des produits de base<sup>1</sup>



Primes de risque<sup>4, 5</sup>



Volatilités implicites<sup>4</sup>



<sup>1</sup> 1995 = 100. <sup>2</sup> Dans 16 pays OCDE ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. <sup>3</sup> Cours réels ; indice GSCI (Goldman Sachs Commodity Index), en dollars EU, corrigé de l'IPC aux États-Unis. <sup>4</sup> Moyenne trimestrielle. <sup>5</sup> En points de base. <sup>6</sup> À partir de décembre 1997 : moyenne non pondérée des indices à haut rendement des États-Unis et de la zone euro (avant décembre 1997 : États-Unis uniquement). <sup>7</sup> Estimations à partir des titres du Trésor EU 10 ans à coupon zéro. <sup>8</sup> Moyenne non pondérée des États-Unis et de l'Allemagne. <sup>9</sup> Volatilité calculée à partir du prix des contrats sur option d'achat sur indices boursiers. <sup>10</sup> Volatilité implicite dans le prix des options d'achat sur contrats à terme sur obligations d'État 10 ans. <sup>11</sup> Indice de référence de JPMorgan du niveau de volatilité implicite des monnaies du G 7.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; Merrill Lynch ; JPMorgan Chase ; OCDE ; données nationales.  
Graphique 3

de classes d'actif, y compris les devises (cadre de droite). Plus généralement, l'activité, très vigoureuse, a contribué à la rentabilité sans précédent de nombreux secteurs de l'industrie financière partout dans le monde.

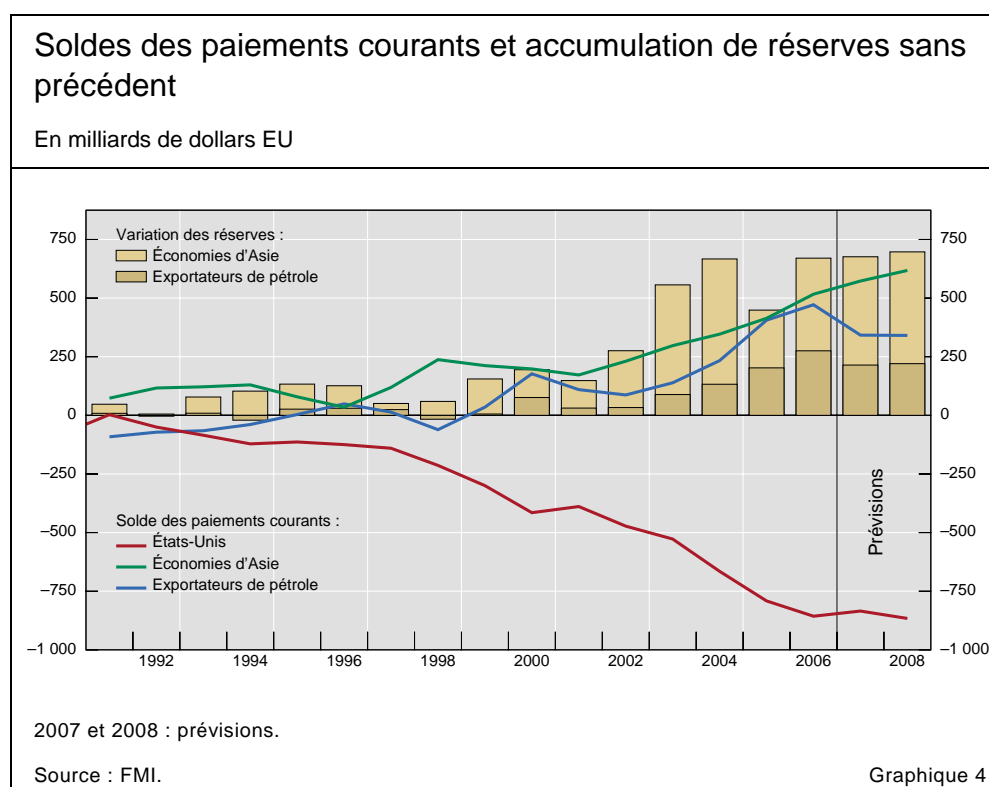
Il est fort possible que ces tendances se poursuivent encore quelque temps. Mais la question à se poser est celle de savoir si elles n'ont pas duré déjà trop longtemps. Il est vrai que la très forte croissance de l'économie mondiale peut, en partie, justifier cette vigueur. Pour autant, il n'est pas difficile de déceler, dans le climat actuel, cette exubérance, voire cette démesure, qui, dans le passé, n'a pas été de bon augure. Le redressement rapide après les accès de volatilité de ces douze derniers mois (mai-juin 2006 et février-mars 2007) a, il est vrai, révélé l'énorme capacité de résistance des marchés financiers. Mais c'est aussi un signe supplémentaire de la forte tolérance au risque, qui continue d'y régner.

Dans un tel contexte, les risques sont de deux ordres. Premièrement, les marchés financiers pourraient, eux-mêmes, être une source de turbulences et de tensions. Deuxièmement, et c'est plus important encore, des facteurs de vulnérabilité sur ces marchés pourraient contribuer à amplifier un éventuel ralentissement de l'économie réelle. Or, les deux pics de volatilité ne nous ont guère éclairés sur la manière dont les marchés financiers pourraient réagir dans un environnement macroéconomique moins porteur.

À cet égard, tout facteur susceptible de ralentir l'économie mondiale doit être examiné avec soin. Et là, le tableau est contrasté. D'un côté, certains risques sont bien présents. L'économie américaine, par exemple, pourrait être moins robuste que ne le suggèrent les anticipations actuelles, en particulier si

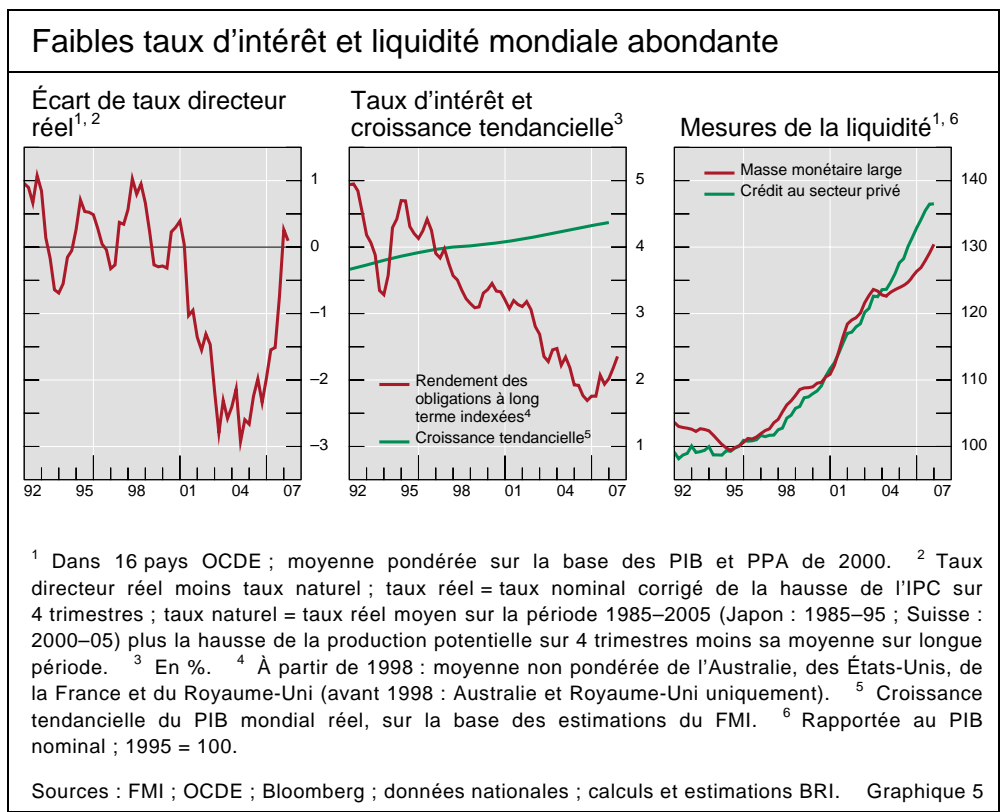
les difficultés sur le marché du logement devaient persister. Bien que le reste du monde puisse sembler mieux à même qu'au début de la décennie de résister aux réactions en chaîne que ces difficultés pourraient induire, la force et la nature des liens financiers et psychologiques dans un contexte de plus en plus mondialisé demeurent trop mal connues. Plus généralement, il serait légitime de s'interroger aussi sur la résistance des dépenses de consommation, soutenues dans nombre de pays par une sensation de richesse accrue due à l'appréciation des actifs, en particulier le logement, et à une augmentation de l'endettement. D'un autre côté, l'opportune normalisation graduelle des taux directeurs ainsi qu'une certaine amélioration des positions budgétaires ont donné une plus grande latitude pour faire face à un éventuel ralentissement. Il est toutefois incontestable que la marge de manœuvre serait plus restreinte si le facteur déclenchant était une résurgence inattendue de l'inflation qui motive un fort resserrement monétaire.

La configuration actuelle, caractérisée par les amples *positions extérieures* des pays, a également démontré sa remarquable robustesse. De fait, le financement des déficits des paiements courants a continué d'être aisé l'an passé. Les soldes des paiements courants exprimés en pourcentage du PIB se sont, dans l'ensemble, stabilisés (graphique 4), concourant à l'apparente « douce négligence » à l'égard de ces phénomènes au sein des marchés. Parallèlement, les entrées brutes et nettes de capitaux dans les économies émergentes ont continué au même rythme. Au final, le résultat est une poursuite de l'accumulation sans précédent des réserves de change (matérialisée par les barres sur le graphique 4), tout particulièrement dans certains pays asiatiques et dans les pays exportateurs nets de pétrole.



Ces autres tendances (déséquilibres mondiaux et accumulation de réserves) pourraient bien, elles aussi, se prolonger quelque temps. Là encore, on peut se demander au prix de quelles conséquences indirectes ou de quelles distorsions. Certaines de ces distorsions touchent à l'économie interne. Dans les pays en déficit des paiements courants, les positions extérieures ont, dans l'ensemble, plutôt traduit la vigueur des dépenses de consommation et la baisse corollaire de l'épargne des ménages que l'accumulation de capitaux productifs, susceptibles d'augmenter les revenus futurs. S'agissant des pays en excédent courant, dans les économies qui ont accumulé des réserves, il a été manifestement de plus en plus difficile d'empêcher une expansion rapide de la monnaie et du crédit et une augmentation du prix des actifs, ce qui pourrait accroître la vulnérabilité à des tensions financières et/ou à de futures pressions inflationnistes. L'efficacité des systèmes financiers nationaux pourrait également être mise à mal par de tels développements. D'autres distorsions concernent davantage le système financier mondial. La gestion par le secteur public de volumes records de réserves de change, concentrées dans un petit nombre de pays, ne pourra manquer de créer des défis majeurs, d'ordre économique, voire politique. Plus globalement, il convient de ne pas sous-estimer la menace du protectionnisme économique.

Indubitablement, de nombreux facteurs peuvent être à l'origine des trois lignes de faille déjà évoquées, correspondant à l'inflation, à l'évolution des marchés financiers et aux positions extérieures. Pourtant, si je devais absolument n'en choisir qu'un, qui – à des degrés divers – est toujours présent en arrière-plan, soit comme cause soit comme symptôme, je désignerais le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt corrigés de l'inflation que l'on peut observer depuis si longtemps (cadres de gauche et du milieu du





graphique 5). Et ce, précisément au moment où, paradoxalement, le niveau d'équilibre à long terme de ces taux pourrait bien avoir augmenté, en phase avec le potentiel de croissance plus élevé de l'économie mondiale (cadre du milieu) et en conjonction avec la mondialisation et la diffusion des avancées technologiques.

Même si les taux longs ont augmenté au cours des dernières semaines, les marques de cette longue période de taux d'intérêt réels remarquablement bas sont faciles à repérer. La résistance à l'appréciation du cours de change – résistance qui s'est accompagnée de cette forme d'arbitrage financier risqué que sont les opérations dites de *carry trade* – a contribué à transmettre au reste du monde les faibles niveaux de taux d'intérêt de certaines grandes monnaies. L'investissement d'un volume sans précédent de réserves en titres d'État libellés dans de grandes monnaies a, à son tour, contribué à augmenter la pression à la baisse sur les primes d'échéance. Un coefficient d'actualisation plus bas a été un puissant déterminant du recours accru à l'effet de levier et de la hausse des prix des actifs, réels et financiers. Et des taux d'intérêt plus faibles ont encouragé la quête systématique de rendement sur les marchés d'actifs. L'expansion rapide des agrégats de monnaie et de crédit, observée depuis un certain temps, fait partie intégrante du même phénomène – que les acteurs des marchés désignent d'un mot, la « liquidité » –, autrement dit ce sentiment que les fonds sont disponibles facilement, à des conditions extraordinairement séduisantes (cadre de droite du graphique 5).

Partant de cette analyse, à quels défis faut-il s'attendre pour la formulation des politiques ? Certains relèvent de la compétence d'autorités autres que les banques centrales. Il y a lieu, par exemple, de conduire la politique budgétaire avec davantage de prudence, et de mettre à profit les périodes fastes. L'augmentation constante des engagements latents, liés aux coûts de la protection sociale et du système de santé, donne un caractère d'urgence à cette démarche. En outre, il serait opportun d'entreprendre des réformes structurelles permettant d'accroître encore la flexibilité des marchés du travail et des biens. Enfin, des mesures permettant de faciliter le transfert des ressources du secteur des biens échangeables vers celui des biens non échangeables, tant dans les pays en excédent que dans ceux en déficit, concourraient à un ajustement sans heurt des positions extérieures. D'autres défis concernent plus directement les banques centrales et les autorités de contrôle qui sont chargées du maintien de la stabilité monétaire et financière.

En ce qui concerne la politique monétaire, les autorités devraient continuer, tant que les conditions domestiques le leur permettent, de normaliser graduellement le niveau des taux directeurs, ce qui contribuerait à contenir tout risque d'inflation, et, en corollaire, à limiter l'apparition, sur les marchés financiers, d'autres facteurs de vulnérabilité liés à une sous-évaluation des risques. Un tel processus d'ajustement supposerait aussi de laisser le cours de change assumer un rôle plus important dans les pays où les autorités sont intervenues massivement.

Quant à la politique prudentielle, elle devrait être conduite selon plusieurs axes complémentaires. Premièrement, les autorités devraient redoubler d'efforts pour renforcer l'infrastructure financière. Les mesures récemment

engagées pour améliorer la confirmation et le règlement des transactions sur dérivés de crédit l'illustrent parfaitement. Dans les économies émergentes, le fructueux travail réalisé dans le sens du développement des marchés de capitaux domestiques devrait également être poursuivi. Deuxièmement, les autorités devraient encourager à la prudence au travers du processus de surveillance prudentielle. Le récent rapport du Forum sur la stabilité financière, qui préconise davantage de transparence quant aux profils de risque et une meilleure gestion du risque de contrepartie envers les fonds spéculatifs, est ainsi un pas supplémentaire dans cette direction. De même que les efforts menés, particulièrement dans les économies émergentes, pour favoriser le développement des simulations de crise et instiller davantage de prudence dans les pratiques d'octroi de prêts. Troisièmement, les autorités devraient continuer d'améliorer leurs dispositifs réglementaires. De nouveaux progrès dans la mise en œuvre des principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace seraient les bienvenus. De manière plus générale, comme l'explique le *Rapport annuel BRI* de cette année, il convient de continuer à réfléchir aux moyens de renforcer l'orientation macroprudentielle des cadres réglementaire et de contrôle. Enfin, les efforts patients entrepris pour améliorer les dispositifs de gestion de crises financières devraient être poursuivis.

Quelle que soit la nature des politiques menées, une chose est sûre : dans un contexte de mondialisation croissante, un dialogue suivi et une coopération étroite entre les autorités nationales deviennent primordiaux. La BRI continuera d'être – comme elle l'a été tout au long de son histoire – un forum favorisant les échanges entre les autorités responsables du maintien de la stabilité monétaire et financière.

