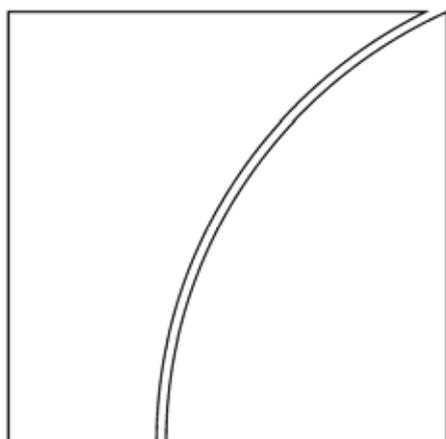




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

## Allocution du Directeur Général



Retour de l'inflation et turbulences sur les marchés : de nouveaux défis pour l'orientation des politiques

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

Bâle, le 30 juin 2008



# Allocution de Malcolm D. Knight

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire  
à Bâle, le 30 juin 2008

Mesdames, Messieurs,

Près d'un an après l'apparition de graves turbulences sur les marchés financiers internationaux – et dont beaucoup estimaient qu'elles auraient un effet déflationniste sur l'économie mondiale –, nous voyons partout resurgir le spectre de l'inflation. Or, cette menace survient précisément au moment où augmentent les risques d'un ralentissement de la croissance mondiale sous l'effet de la flambée des prix du pétrole et du durcissement des conditions de crédit dans certaines grandes économies. Cette conjoncture place les banquiers centraux devant un défi de taille concernant l'orientation de la politique monétaire. En outre, les perturbations financières mondiales soulèvent des interrogations nombreuses, qui ne se posaient pas il y a seulement un an, sur d'autres aspects de la mission des banques centrales.

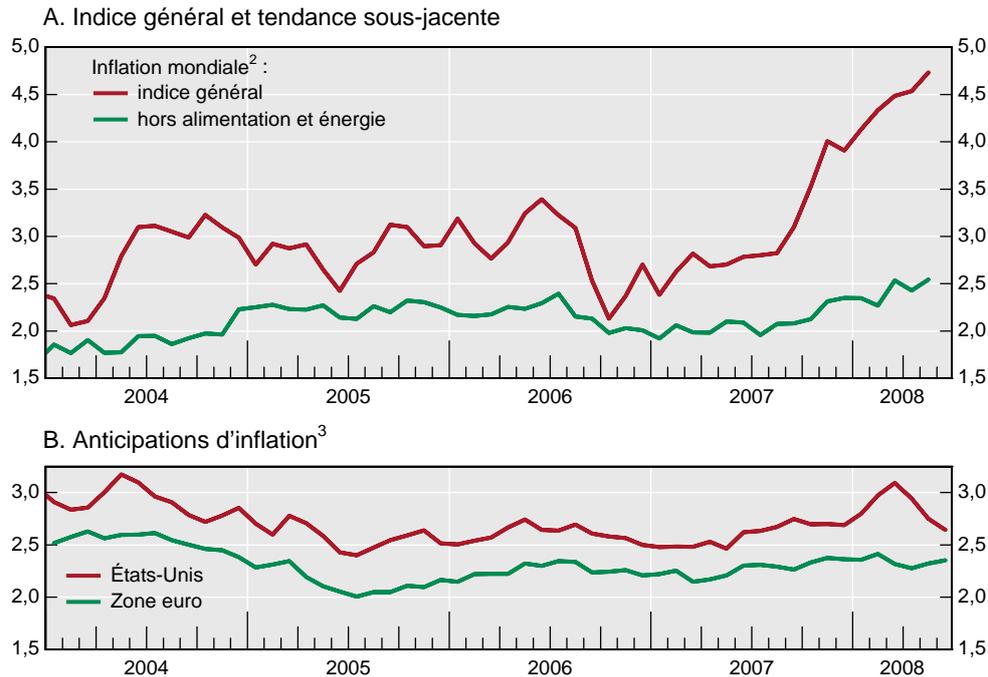
La montée de l'inflation, d'une part, et les séquelles des turbulences financières, de l'autre, placent les banques centrales devant les défis les plus sérieux qu'elles aient eu à relever depuis des années. Je commencerai par évoquer la menace du retour de l'inflation. De plus, la définition de la politique monétaire est encore compliquée par les risques qui pèsent sur la croissance. Il faudra bien, à terme, réagir énergiquement face au risque d'une révision notable à la hausse des anticipations d'inflation, compte tenu de toutes les difficultés qui en découleraient.

J'aborderai ensuite deux questions auxquelles les banques centrales seront confrontées à moyen terme, du fait des turbulences financières, concernant leur fonction de pourvoyeur de liquidité ainsi que leur rôle dans les mécanismes de surveillance du système financier. Relever ces deux défis exigera une coopération étroite entre les banques centrales du monde entier. La BRI a contribué de façon déterminante à promouvoir cette coopération et entend bien, j'en suis persuadé, continuer à le faire.

## La menace de l'inflation

J'aimerais commencer par évoquer brièvement l'imposant défi que représente, dans l'immédiat, le retour de l'inflation. Succédant à de nombreuses années de

## Graphique 1 Inflation<sup>1</sup>



<sup>1</sup> En %. <sup>2</sup> Variation des prix à la consommation sur 12 mois ; moyenne pondérée par les PIB et PPA de 2005. <sup>3</sup> Point mort d'inflation à terme 5 ans à horizon 5 ans, calculé à partir des points morts d'inflation estimés sur obligations au comptant à coupon zéro.

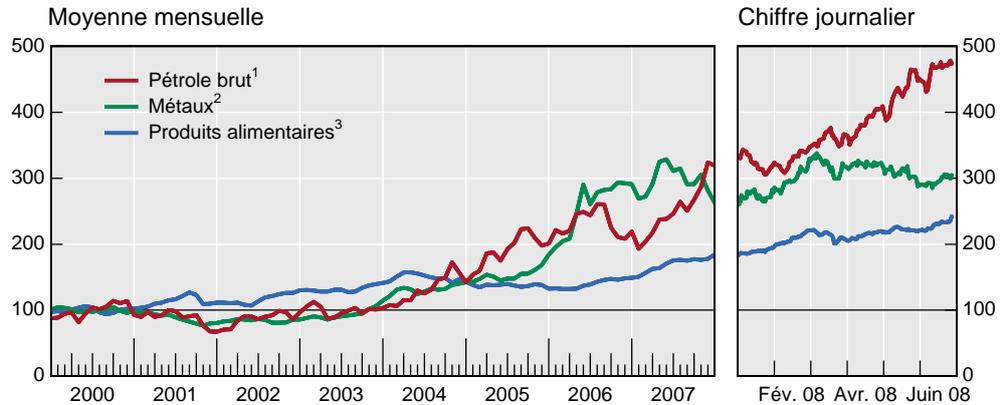
Sources : FMI ; OCDE ; CEIC ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

taux d'inflation faibles et tendant à baisser partout dans le monde, cette menace est un motif de préoccupation sérieux. À l'échelle mondiale, l'indice général est désormais proche de 4,7 % (graphique 1) et, selon la trajectoire que prendront les prix du pétrole et des produits alimentaires, pourrait continuer d'augmenter dans les mois à venir. C'est dans les économies émergentes que l'inflation a le plus progressé.

Pourtant, l'indice général était resté modéré durant plusieurs années, en dépit de la forte hausse des cours des matières premières industrielles et de nombreux autres produits de base. Or, depuis quelque temps déjà, la demande mondiale semble approcher un niveau qui, compte tenu des capacités, finira par produire des tensions inflationnistes. Il est difficile d'évaluer combien elle en est proche, étant donné que la croissance a été la plus vive dans les régions où il n'est guère aisé d'obtenir des estimations fiables de la production potentielle. Il est toutefois évident que l'envolée des prix, ces deux dernières années, de la quasi-totalité des produits de base échangés sur les marchés internationaux (graphique 2) doit davantage à la vigueur de la demande mondiale depuis des années qu'à des facteurs d'offre concernant certains produits. Début avril, cependant, le cours du pétrole a commencé d'augmenter à un rythme plus soutenu. On peut penser que non seulement des forces spécifiques au marché du pétrole sont à l'œuvre mais aussi que ce marché sert de vecteur à la spéculation sur les anticipations d'une hausse généralisée de l'inflation.

Graphique 2  
Cours des produits de base en dollars

2000 = 100



<sup>1</sup> Brent (Royaume-Uni). <sup>2</sup> Indice composite du London Metal Exchange (aluminium, cuivre, étain, nickel, plomb et zinc). <sup>3</sup> Indice au comptant du Commodity Research Bureau.

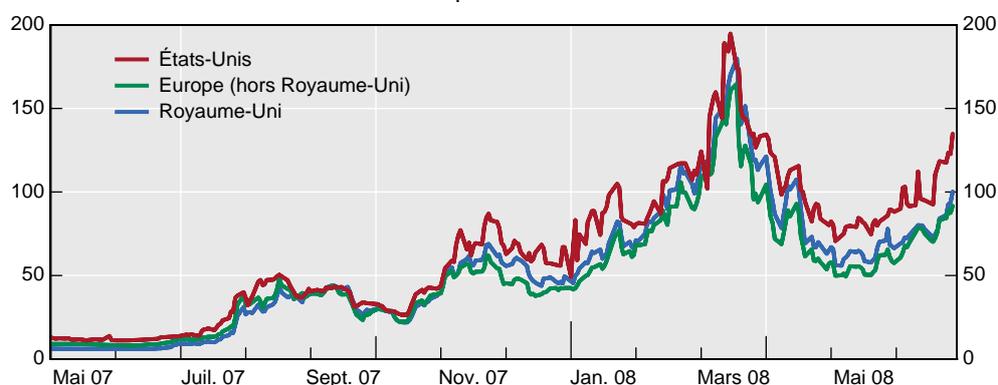
Source : Datastream.

Il est donc difficile, en pareilles circonstances, d'évaluer à quel point l'inflation est une menace. En outre, les banques centrales sont confrontées à un dilemme de taille, car les tensions inflationnistes sont réapparues au moment même où les risques pour la croissance se sont accrus. La récente flambée des cours du pétrole a mis à mal la confiance et pourrait peser sur la demande mondiale. Autre source non négligeable de risque de ralentissement, le désengagement des grandes banques, notamment sous la forme d'un durcissement de leurs conditions de prêt aux ménages, dans un contexte d'aversion générale, de plus en plus marquée, à l'égard du risque sur les marchés financiers. Plusieurs segments des marchés de la dette ont connu des perturbations. La santé de banques de premier plan, en Europe et aux États-Unis, reste un motif de préoccupation. Les primes des contrats dérivés sur défaut des banques témoignent de ce que la protection contre le risque de défaut reste bien plus onéreuse qu'avant l'apparition des turbulences, et elles sont reparties à la hausse récemment (graphique 3). Il n'est pas exclu que certaines banques procèdent à d'importantes dépréciations additionnelles. Cela pourrait entraîner un durcissement supplémentaire des conditions d'emprunt pour les ménages et les entreprises non financières, dont beaucoup doivent assurer un service de la dette déjà bien lourd, ce qui pourrait encore freiner la dépense.

On perçoit une extension des difficultés frappant le marché du logement. La baisse des prix du logement va ralentir l'investissement dans l'immobilier résidentiel et la construction. Les conséquences, en termes d'effets de richesse et de valeur des sûretés, d'une dépréciation du patrimoine boursier et immobilier pourraient freiner davantage la consommation, en particulier dans les pays à faible taux d'épargne. La confiance des consommateurs et des entreprises s'est érodée aux États-Unis, de même qu'au Japon et en Europe.

### Graphique 3 Primes CDS des banques<sup>1</sup>

En points de base



<sup>1</sup> Primes CDS (contrats dérivés sur défaut) 5 ans (dernière définition) ; moyenne des grandes banques.

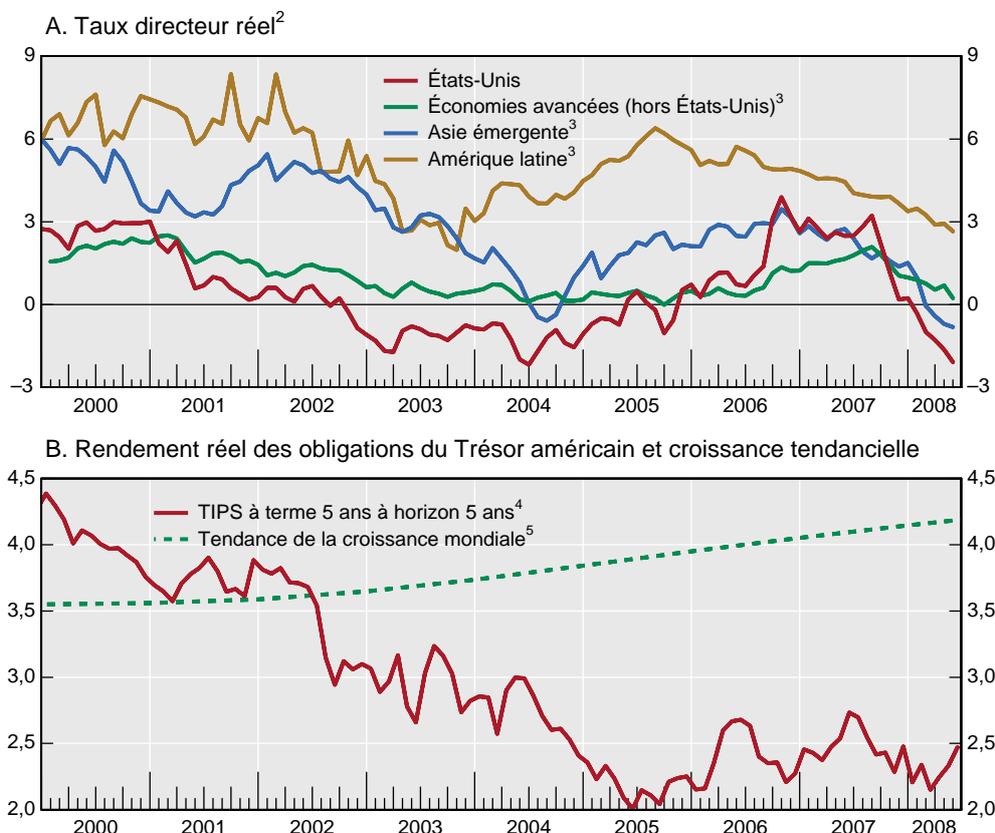
Source : Bloomberg.

Jusqu'à présent, les turbulences financières ont surtout affecté la croissance et les anticipations de croissance aux États-Unis. Selon les prévisions consensuelles, un ralentissement dans ce pays devrait s'accompagner d'une décélération moins marquée en Europe et au Japon. Quant aux économies émergentes, la croissance devrait y rester vigoureuse, quoique légèrement affaiblie. L'une des conséquences, positive celle-là, de cette situation serait une réduction des déséquilibres extérieurs dans le monde.

La vigueur de la demande, ces dernières années, doit aussi beaucoup au fait que les politiques monétaires dans le monde ont longtemps été très accommodantes. Comme on peut le constater sur le cadre supérieur du graphique 4, les taux directs réels étaient vraiment bas. Par ailleurs, les agrégats monétaires et de crédit ont fortement progressé. En outre, le taux de rendement sans risque à long terme était très faible ces dernières années – ce qu'illustre le cadre inférieur du graphique 4 au moyen du rendement réel d'obligations du Trésor américain. Des taux réels si faibles sont difficilement conciliables avec le potentiel de croissance, qui apparaît élevé, de l'économie mondiale (représenté en pointillé). Ils paraissent bien cadrer, en revanche, avec les conditions monétaires exceptionnellement accommodantes à l'échelle mondiale et avec l'accumulation massive de réserves de change, surtout en Asie, investies ensuite en obligations peu risquées dans les grands centres financiers. À son tour, la faiblesse des rendements réels à long terme durant les années qui ont précédé la survenue des turbulences a poussé certains intervenants des marchés à prendre bien trop de risques et à les évaluer trop légèrement.

Pour l'heure, la plupart des prévisionnistes estiment que la hausse récente de l'inflation IPC dans les économies avancées devrait être passagère et que, sur la base de la trajectoire anticipée de la politique monétaire, l'inflation devrait reculer en 2009. Cette estimation rassurante n'est, pourtant, pas entièrement convaincante. Les prévisionnistes, qui n'avaient pas su prédire les augmentations successives des cours des produits de base, ont

**Graphique 4**  
**Taux d'intérêt : court terme et long terme<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> En %. <sup>2</sup> Déflaté par l'indice des prix à la consommation. <sup>3</sup> Moyenne pondérée par les PIB et PPA de 2005. <sup>4</sup> Treasury Inflation-Protected Securities = obligations du Trésor américain indexées sur l'inflation. <sup>5</sup> Tendence calculée en appliquant le filtre de Hodrick-Prescott aux variations annuelles du PIB réel.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

sous-évalué le niveau actuel de l'inflation IPC. En outre, les anticipations d'inflation, en particulier celles émanant d'enquêtes auprès des consommateurs, se sont clairement orientées à la hausse ces derniers mois. Tout cela montre que les banques centrales devront continuer de surveiller de très près l'inflation dans les mois à venir.

### Les défis pour la politique monétaire

De nos jours, presque toutes les banques centrales – qu'elles fassent connaître ou non un objectif d'inflation – s'attachent à maîtriser la hausse des prix. Cette stratégie présente de grands avantages : elle peut contribuer notamment à l'ancrage des anticipations lorsque surviennent d'importants chocs provoqués par le renchérissement des produits de base tels que ceux auxquels nous sommes confrontés actuellement. Toutefois, elle ne fonctionne que si le cadre opérationnel reste crédible. Nous devons, par conséquent, être particulièrement attentifs au danger, bien présent, d'une montée de l'inflation et des anticipations d'inflation dans le monde. L'un des défis à envisager est un possible ralentissement de la croissance mondiale sous l'effet du dénouement des déséquilibres et des turbulences financières récentes, qui viendrait encore

compliquer la tâche. De plus, dans la plupart des pays, il semblerait imprudent, à ce stade, de compter sur une telle éventualité pour juguler l'inflation.

Les économies émergentes sont placées devant des défis particulièrement épineux. Les prix des produits alimentaires ont une incidence bien plus importante sur l'inflation dans les pays à faible revenu, l'alimentation y occupant une plus grande place dans les dépenses de consommation et, donc, dans le panier de produits entrant dans le calcul de l'IPC.

Dans les pays où les pressions globales de la demande restent fortes, il semblerait approprié, pour contenir l'inflation, de relever les taux d'intérêt et de laisser le cours de change s'apprécier. Le risque qu'une appréciation du change amoindrisse la compétitivité extérieure et favorise l'entrée de capitaux a amené les banques centrales à s'opposer à la hausse du cours, ces dernières années. De plus, les interventions de change, d'une ampleur inédite, menées depuis plusieurs années se sont traduites par une expansion exceptionnelle des bilans des banques centrales et des banques commerciales. De fait, dans plusieurs pays, le crédit au secteur privé a progressé à un rythme probablement intenable. Les réserves officielles de change qui ont été placées sur les grands centres financiers ont, de surcroît, encore amplifié la liquidité.

Je l'ai mentionné, de formidables défis se posent dans les économies émergentes et les mesures qu'elles décideront seront ressenties par tous. Les temps sont révolus où la voie du progrès économique mondial était tracée dans quelques grandes économies avancées. Gagner en poids économique présente des avantages. Cela comporte aussi de nouvelles responsabilités internationales. Depuis un an environ, tandis que les tensions inflationnistes devenaient plus perceptibles, quelques grandes économies émergentes semblent être parvenues à admettre qu'une appréciation de leur monnaie était nécessaire, et il convient de s'en réjouir.

J'aimerais maintenant aborder les deux questions importantes que soulève, pour le moyen terme, la réouverture du débat sur les cadres opérationnels des banques centrales. J'ai choisi le mot « débat » à dessein. Il n'y a, en effet, pas de réponses toutes faites. Nous devons, au contraire, nous pencher sérieusement sur ces questions et être prêts à revoir les idées préconçues.

## La banque centrale en tant que pourvoyeur de liquidité

Le premier thème qui fait débat a trait au rôle de la banque centrale en tant que pourvoyeur de liquidité. Nous avons noté, depuis quelques années déjà, que les grandes banques commerciales étaient de plus en plus des « fournisseurs de liquidité » pour des activités d'intermédiation toujours plus nombreuses et plus complexes sur les marchés financiers. Et cependant, l'étendue et la durée des problèmes de liquidité affectant les banques au cœur du système financier ont, malgré tout, surpris.

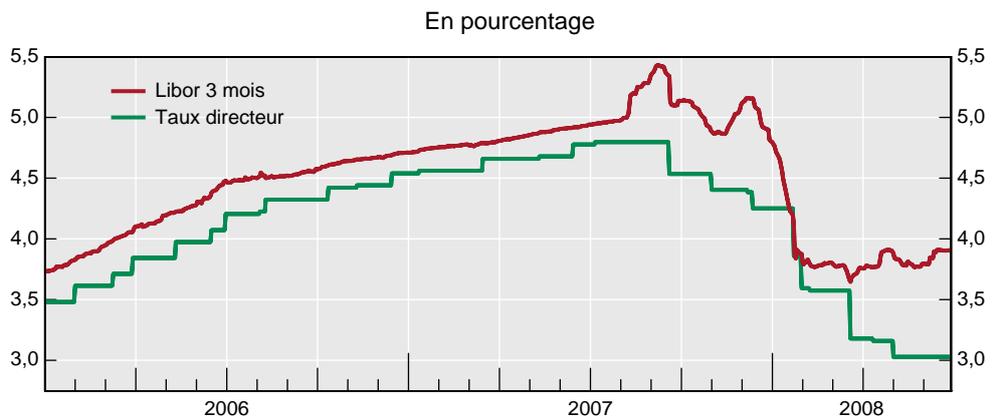
Vous le savez bien, l'ampleur et la persistance de difficultés de financement de banques de premier plan ont exigé des banques centrales qu'elles prennent des mesures exceptionnelles, consistant notamment à :

fournir des liquidités pour des échéances plus lointaines ; accepter une gamme bien plus vaste de sûretés (par exemple, titres difficiles à valoriser et rarement négociés) ; offrir des facilités à une plus grande diversité d'établissements. De nouvelles facilités ont aussi été instituées afin d'éviter les problèmes d'atteinte à la réputation liés aux facilités permanentes.

La promptitude des grandes banques centrales à agir ensemble et vigoureusement afin de pourvoir à la liquidité des marchés financiers a, manifestement, contribué à empêcher que la crise n'empire. Il reste que l'ampleur de l'écart entre les taux directeurs et le taux Libor 3 mois demeure peu commune (graphique 5). De plus, l'apport accru de liquidité par les banques centrales a servi à atténuer les risques d'assèchement lors de tensions financières, mais ne doit pas se substituer indéfiniment aux mécanismes de marché. Tôt ou tard, les actifs détériorés devront être négociés sur les marchés – pas remisés auprès des banques centrales –, par des moyens qui restent à trouver. Des solutions devront être imaginées dès que possible.

Il ne faudrait pas non plus que l'aide de la banque centrale puisse induire les banquiers à se montrer moins prudents dans la gestion à long terme de leur propre liquidité. Les instances de réglementation se sont appliquées à renforcer la surveillance prudentielle de la gestion de la liquidité. Le secteur bancaire prend aussi des mesures à cette fin. La dépendance croissante à l'égard de fonds à court terme empruntés sur des marchés de gros, conjuguée au recours accru à la titrisation et à la transformation massive des échéances, occultée par les techniques de financement hors bilan, avaient rendu les banques plus vulnérables qu'elles n'estimaient aux chocs de liquidité. Elles ont donc cherché à développer leurs avoirs en actifs liquides.

Graphique 5  
Taux interbancaire et taux directeur<sup>1</sup>



<sup>1</sup> États-Unis, Royaume-Uni et zone euro : moyenne pondérée par les PIB et PPA de 2005.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

## Surveillance du système financier

Le deuxième thème que je souhaitais aborder ici concerne la reprise du débat sur les mécanismes de surveillance du système financier et la place des banques centrales au sein de ces mécanismes.

L'un des grands enseignements à tirer des turbulences financières de l'an passé est que les banques centrales doivent envisager dans une perspective plus large les implications des innovations financières pour le réglage des politiques. Une première raison évidente à cela : l'innovation financière peut avoir, sur la demande globale, des effets s'apparentant à ceux de la politique monétaire. Ainsi, en faisant migrer le risque vers les queues de distribution, certains instruments novateurs peuvent rendre moins perceptible aux investisseurs le risque de portefeuille ; cette moindre perception du risque tend à réduire les primes, et donc les rendements à long terme. Par ailleurs, l'innovation a facilité l'accès des ménages au crédit ; en dépit d'une faible progression du revenu, la dépense a ainsi pu se poursuivre, au prix d'une charge d'endettement future potentiellement trop lourde. Une deuxième raison pour les banques centrales d'être attentives à l'innovation financière tient à ce que, dans la pratique, elles seront sollicitées pour remédier aux conséquences d'une trop grande prise de risque – très souvent d'ailleurs le premier recours d'une banque commerciale en difficulté est de se tourner vers la banque centrale.

Il faudra que les banques centrales travaillent en étroite collaboration avec les ministères des finances et les autorités prudentielles. À cet égard, le rôle de coordinateur tenu par le Forum sur la stabilité financière (FSF) a été une aide précieuse durant l'épisode de turbulences sur les marchés. Vous le savez, le FSF a entrepris un examen stratégique de fond sur les aspects qui ont mal fonctionné et a présenté des recommandations en faveur de l'adoption de toute une série de mesures concrètes. Celles-ci visent, entre autres, à rehausser l'adéquation des fonds propres des banques ainsi qu'à renforcer la gestion des risques, instaurer une plus grande transparence (surtout s'agissant des entités de hors-bilan) et améliorer les méthodes de valorisation. Le FSF a également recommandé de modifier le rôle et l'utilisation des notes de crédit, auxquelles certains investisseurs se sont beaucoup fiés. Le Comité sur le système financier mondial, sis à la BRI, a fourni un appui important dans le cadre de cet examen. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, également sis à la BRI, a annoncé des initiatives complémentaires destinées à développer la résilience du système bancaire. Il invite notamment à redoubler d'efforts pour faire appliquer plus rapidement le dispositif de Bâle II tout en continuant de l'améliorer. En s'appuyant sur le second pilier de ce dispositif, il s'agira de renforcer les pratiques des banques en matière de gestion des risques et de planification de l'utilisation des fonds propres. De plus, les pratiques d'information financière devront être étoffées à l'occasion d'un réexamen des principes du troisième pilier – publication d'information et discipline de marché –, en particulier pour ce qui concerne les activités complexes de hors-bilan et de titrisation. Il importe de garder à l'esprit que ces changements

devront être appliqués graduellement de manière à accroître la confiance sans amplifier les difficultés des marchés, à court terme.

La nécessité d'élaborer un nouveau cadre de stabilité macrofinancière doit, elle aussi, faire l'objet d'une réflexion plus poussée. Pourrait-on utiliser les instruments de réglementation – voire les instruments de politique monétaire – pour contrebalancer ce qui semble bien être une tendance naturelle des marchés de la dette à une « procyclicité » excessive –, démontrant un degré exagéré d'euphorie en phase d'expansion ou, à l'inverse, de pessimisme en phase de repli ? En phase d'expansion, quel ensemble d'outils et de mesures (resserrement monétaire, relèvement du niveau de fonds propres et de provisions requis des banques, méthodes de valorisation à la juste valeur et pratiques en matière de marges) serait à même de freiner systématiquement cette tendance ? Toute la difficulté est de parvenir à un équilibre raisonnable entre deux objectifs : favoriser l'innovation financière, la réactivité au risque et la détection précoce des signaux en provenance des marchés, d'une part, et atténuer des effets néfastes d'une ampleur excessive des cycles de marché, de l'autre.

La nouvelle réglementation ne doit pas étouffer l'innovation. Il ne faudrait pas oublier, par exemple, que la titrisation présente, dans son principe au moins, de nombreux avantages, telle qu'une distribution des risques et une efficacité accrue des marchés de la dette. Il reste toutefois encore aux banques commerciales, et à d'autres acteurs aussi, à prendre d'importantes mesures visant à restaurer la confiance des investisseurs dans le processus de titrisation pour que ces avantages se concrétisent effectivement. Cela supposera, peut-être, non seulement des produits plus transparents et moins complexes, mais aussi une meilleure évaluation du crédit ainsi qu'une augmentation de la proportion de fonds propres allouée à ce type d'activité.

## Conclusion

J'aimerais, en conclusion, rappeler que les signes d'un réveil de l'inflation, partout dans le monde, sont manifestes. Les banques centrales doivent se montrer particulièrement vigilantes pour contenir les anticipations d'inflation. Elles auront, en outre, une difficile réflexion à mener sur les nombreux autres défis qui les attendent, notamment en qualité de pourvoyeurs de liquidité et de parties prenantes dans la surveillance, par les autorités publiques, du secteur financier. La BRI entend participer activement, aux côtés des banques centrales et des instances de réglementation, au développement de cadres d'analyse mieux à même d'apporter des réponses à ces importantes questions.