



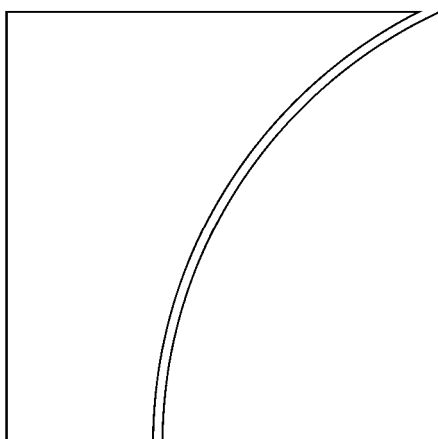
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Allocution du Directeur Général

Trois défis stratégiques pour l'économie mondiale

Allocution prononcée par Jaime Caruana
Directeur Général de la BRI

Bâle, le 28 juin 2010



Allocution de Jaime Caruana

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire
à Bâle, le 28 juin 2010

Mesdames, Messieurs,

Partout dans le monde, les autorités demeurent confrontées à un environnement difficile et imprévisible. Elles peuvent, malgré tout, se prévaloir d'un certain succès ces deux dernières années : les mesures exceptionnelles qu'elles ont prises ont évité un effondrement du système financier et ont contribué à stopper la forte contraction de l'économie mondiale. Elles y ont été aidées par l'expansion notable de la demande intérieure dans de nombreuses économies émergentes.

Mais les défis ne sont pas moins formidables aujourd'hui qu'il y a un an. La marge de manœuvre des politiques macroéconomiques s'est réduite, la stimulation budgétaire atteignant ses limites dans la plupart des économies avancées. La réduction de l'effet de levier et le redressement des bilans, qui sont indispensables, ne sont tout simplement pas achevés. Les mesures exceptionnelles destinées à soutenir un ajustement ordonné retardent, pour certaines, les changements qui s'imposent dans le système financier et l'économie réelle.

Les vulnérabilités qui persistent au sein du système bancaire international pèsent sur la confiance. Certes, les banques ont, pour beaucoup, renforcé leurs fonds propres, les portant à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise, pendant que des circonstances temporaires gonflaient leurs bénéfices. Néanmoins, le système financier mondial est confronté à de rudes défis. Certains établissements peuvent éprouver des difficultés à survivre par eux-mêmes à la crise, au vu des perspectives de nouvelles pertes sur prêts, de l'élévation du coût des ressources et des fortes tensions sur les refinancements. Ces difficultés sont, en outre, exacerbées et amplifiées par les problèmes de la dette publique. Le système financier demeure exposé à une détérioration du sentiment des marchés, comme le montrent les récentes perturbations affectant les refinancements. De nombreux pans du secteur financier restent tributaires d'un soutien officiel.

Dans ces conditions, la politique économique passe par de délicats arbitrages. Les autorités doivent inscrire l'ensemble de leurs actions – y compris le soutien à une reprise encore fragile et la contribution au bon

fonctionnement du système financier – dans une perspective de moyen terme cohérente. Elles doivent faciliter l'ajustement en encourageant l'assainissement des bilans bancaires, la réduction de l'effet de levier et l'adoption d'un modèle opérationnel reposant moins sur le crédit.

Les mesures à prendre dans chaque pays dépendront des circonstances qui lui sont propres. L'ampleur des problèmes budgétaires et la situation des systèmes bancaires variant selon les économies, il n'existe pas de remède universel.

Il est nécessaire que les banques centrales maintiennent une perspective de moyen terme, elles aussi, dans l'élaboration de leur politique monétaire. L'inflation sous-jacente est actuellement faible dans les principales économies avancées et il n'y a guère de raison de penser qu'elle va s'accélérer dans l'immédiat, mais il convient de rester vigilant quant aux risques à l'horizon de quelques années. Dans le contexte actuel, caractérisé par l'envolée de la dette publique, l'hypothèse que les banques centrales seraient prêtes à tolérer plus d'inflation pourrait fragiliser les marchés.

J'aimerais, ce matin, mettre en avant trois grands défis à relever.

- Le premier, et le plus immédiat, est d'amorcer de manière convaincante une réduction des déficits budgétaires dans les économies avancées, ce qui devra s'accompagner de réformes microéconomiques visant à promouvoir une croissance durable. Dans le même temps, une plus grande flexibilité du cours de change contribuerait à renforcer la demande intérieure dans certaines économies émergentes, ce qui conforterait la croissance mondiale en cette période cruciale.
- Le deuxième défi est de favoriser un assainissement des bilans et un changement des comportements – indispensables l'un et l'autre – au sein de l'industrie financière. Les soutiens officiels mis en place l'ont été pour faciliter un ajustement ordonné ; les maintenir trop longtemps risquerait de créer un risque subjectif (aléa moral), d'affaiblir l'intermédiation financière par le secteur privé et de générer de nouveaux risques, non visibles.
- Le troisième défi est de faire aboutir les accords internationaux sur la refonte de la réglementation financière. Ce faisant, il conviendra de veiller à ce que tous les textes réglementaires et prudentiels intègrent la question du risque systémique. En élargissant le cadre de stabilité financière, nous devons, nous aussi, faire en sorte que les politiques macroprudentielles et macroéconomiques se complètent et se renforcent mutuellement afin de prévenir l'accumulation de vulnérabilités financières. Toutes ces considérations sont au cœur même de nos travaux, ici, à Bâle.

Différer les mesures concrètes pour répondre à ces trois défis comporterait des risques notables.

Assainissement des finances publiques et rééquilibrage international

Le premier de ces défis consiste à assainir les finances publiques. La croissance mondiale ne peut plus être soutenue par l'expansion budgétaire dans les économies avancées. Dans de nombreux pays, les déficits

budgétaires structurels sont tout simplement trop élevés : même à des taux d'intérêt à long terme aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui, les ratios dette publique/PIB se trouvent sur une trajectoire qui n'est pas tenable. En outre, la plupart des pays industrialisés doivent réformer leurs régimes de retraite et de santé s'ils veulent contenir la hausse des dépenses découlant du vieillissement démographique. Sans réforme de fond des finances publiques, les épisodes de volatilité financière pourraient bien s'intensifier et, par leurs fortes interactions avec les fragilités du système financier, entraîner des perturbations sur les marchés, un durcissement des conditions de financement et un vif regain d'aversion pour le risque.

Plusieurs pays européens s'engagent dans des politiques visant à résorber les déficits budgétaires, avec des effets immédiats. Les mesures de ce type ne sont jamais faciles à prendre, et il faut saluer le courage des gouvernements qui se sont attelés à cette tâche. Leurs détracteurs ont beau jeu de signaler les effets préjudiciables que ces politiques pourraient avoir, dans l'immédiat, sur la croissance des revenus et sur l'emploi. Mais, renoncer à de telles politiques serait bien plus néfaste, car ce serait s'exposer, en ces temps incertains, aux perturbations financières et macroéconomiques qu'entraînerait une brusque perte de confiance des marchés.

Des plans d'assainissement des finances publiques à moyen terme – conjuguant certaines mesures prenant effet immédiatement et un objectif général de réduction des déficits de plusieurs points de PIB sur quelques années – auraient des avantages appréciables. Des programmes budgétaires plus prévisibles et plus transparents permettraient d'abaisser et de stabiliser les taux d'intérêt réels à long terme, aideraient à contenir les anticipations d'inflation et atténueraient la volatilité au sein du système financier. À terme, les perspectives d'investissement, donc de croissance durable, en seraient améliorées. Ces effets bénéfiques peuvent être amplifiés par des initiatives institutionnelles de nature à asseoir la crédibilité des programmes budgétaires, par exemple, en inscrivant dans la loi des limites plus contraignantes pour les ratios d'endettement et les déficits budgétaires ou en confiant à des agences indépendantes l'élaboration ou la vérification des projections budgétaires officielles.

L'assainissement des finances publiques peut être rendu moins douloureux s'il est complété par des réformes microéconomiques favorisant une croissance durable. Et d'ailleurs, dans maints pays, les domaines d'action ne manquent pas : régimes de sécurité sociale ; législation du travail et méthodes de gestion du secteur public peu incitatives à la création d'emplois dans le privé et contraires à la flexibilité des salaires ; réglementations paralysant l'initiative privée et l'investissement des entreprises ; accords informels entravant la concurrence. Il serait facile de poursuivre l'énumération.

Dans bon nombre d'économies avancées, il est indispensable d'assainir les finances publiques pour combler le déséquilibre entre épargne intérieure et investissement, et favoriser ainsi une croissance durable. Dans plusieurs pays qui se remettent de l'éclatement de la bulle immobilière, le taux d'épargne des ménages a augmenté et la construction résidentielle est en recul. L'impact sur

la dépense se traduira sans doute, dans plusieurs cas, par une forte contraction des déficits des paiements courants. Cette contraction s'observe déjà aux États-Unis, par exemple, où elle est notable.

En contrepartie de cet ajustement des pays en déficit, les économies qui affichent régulièrement d'amples excédents courants devraient s'orienter vers l'équilibre. La résurgence spectaculaire de la demande intérieure en Chine a conduit à une résorption sensible de l'excédent des paiements courants de ce pays, qui n'a pas peu contribué à stabiliser l'économie mondiale, à un moment où la reprise était très fragile dans les économies avancées. Mais il ne faudrait pas que le nécessaire rééquilibrage de la croissance mondiale se fasse au prix de nouvelles fragilités financières et d'une hausse de la volatilité macroéconomique.

Dans certaines économies émergentes, la résurgence de la demande est allée de pair avec d'amples entrées de capitaux, un vif essor du crédit bancaire et une hausse des prix des actifs. Ces évolutions placent souvent les autorités devant de sérieux dilemmes. L'appréciation de la monnaie a, parfois, aidé à contrer la montée des tensions inflationnistes. Dans quelques cas, toutefois, les banques centrales ont essayé d'empêcher cette appréciation en intervenant massivement sur les changes. Il se peut même que certaines se soient abstenues de relever leurs taux directeurs en présence de tensions inflationnistes croissantes. Si les politiques s'opposant à un ajustement de la monnaie devaient se prolonger trop longtemps, elles créeraient des risques pour l'économie intérieure : elles provoqueraient des distorsions sur les marchés financiers, alimenteraient une expansion excessive du crédit et ne feraient qu'attiser les tensions inflationnistes naissantes. Ces politiques retarderaient aussi la correction, au niveau mondial, des déséquilibres des paiements courants.

Redressement des bilans et réduction de l'engagement du secteur public dans l'intermédiation financière

Le deuxième grand défi est de s'attaquer résolument aux faiblesses qui subsistent dans le système bancaire et de réduire l'engagement du secteur public dans l'intermédiation financière. L'omniprésence d'institutions paragouvernementales et la multiplication des garanties publiques implicites, financements bonifiés et autres formes de soutien sapent la discipline de marché. Or, du fait de la crise, la place du secteur public s'est encore renforcée au sein du système financier. Dans leur grande majorité, les mesures de soutien public ne devaient durer que le temps, pour les banques et autres établissements financiers, de procéder aux ajustements nécessaires : absorber les pertes provenant des actifs toxiques, se recapitaliser par émission d'actions, privilégier les sources de financement plus stables et adhérer à un modèle opérationnel nécessitant moins de levier.

Les autorités devraient inciter les banques à progresser davantage sur tous ces fronts. Certains établissements n'ont pas encore clairement fait apparaître dans leur bilan l'ampleur des pertes déjà subies. Malgré des efforts

de recapitalisation en actions, nombre de banques doivent se mettre en situation de faire face aux risques et pertes susceptibles de se matérialiser. Il faut que leurs politiques de dividende et de rémunération prennent en compte la nécessité d'étoffer les fonds propres afin de réduire l'effet de levier et de restaurer la confiance. Certaines banques doivent corriger leur trop grande dépendance envers les financements à très court terme, qui peut s'expliquer en partie par le très bas niveau des taux d'intérêt.

C'est justement parce que le secteur financier tarde à procéder à ces ajustements indispensables que la prolongation des soutiens publics risque d'exacerber le risque subjectif. À la longue, le contrôle public des établissements financiers menace de différer la résorption des surcapacités, qui peuvent contrarier les efforts des banques les plus efficaces et les mieux gérées. Les pouvoirs publics devraient agir énergiquement en faveur des restructurations. Une liquidation ordonnée s'impose pour les établissements dont le modèle opérationnel n'est plus viable ; une telle mesure est essentielle pour stimuler la concurrence, résorber les capacités excédentaires et restaurer la confiance envers les autres établissements.

De même, l'implication directe des banques centrales, qui avait été indispensable pour rétablir le bon fonctionnement des marchés, pourrait s'accompagner de risques non négligeables. Si elle se prolongeait trop, elle fausserait les incitations des agents privés à recourir aux marchés, mettant à mal la liquidité et la profondeur des marchés, et donc leur rôle dans la valorisation des risques.

Pour résumer, l'instauration d'un secteur financier plus stable passe par le retrait progressif, en temps utile, des mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les pouvoirs publics.

Accord international sur une refonte réglementaire instituant un cadre global de stabilité financière

Le troisième grand défi est de mettre en place un cadre global instituant un système financier plus sûr et plus résistant. J'aimerais en préciser les trois aspects essentiels : réforme réglementaire ; objectif macroprudentiel axé sur la dimension systémique des risques financiers ; prise de conscience de la place qui devrait revenir à la politique macroéconomique.

La réforme réglementaire ne s'accomplira pas en un jour et son élaboration nécessitera une coopération internationale. Il est donc très encourageant de constater les progrès réalisés dans cette voie par le Conseil de stabilité financière.

Les propositions du Comité de Bâle en vue d'une refonte des règles relatives aux éléments clés de la solidité du système bancaire sont à un stade déjà bien avancé. Cette refonte suit deux axes. Le premier vise à renforcer les banques individuellement. À cette fin, les moyens sont bien connus : accroître le volume, la qualité et la transparence des fonds propres bancaires ; élargir la prise en compte des risques par le dispositif prudentiel ; adjoindre un ratio de

levier ; définir une exigence minimale globale de liquidité. Le second, plus nouveau, consiste à adopter une perspective macroprudentielle.

Le Comité élabore cette réforme en recueillant les avis de la profession dans le cadre d'une vaste consultation. Les mesures proposées font l'objet de tests quantitatifs rigoureux – étude d'impact macroéconomique, notamment –, dont les résultats préliminaires montrent qu'elles ne nuiront pas à la croissance. Elles auront une incidence à court terme, vraisemblablement faible et temporaire, sur la demande, alors que les avantages à long terme d'un abaissement de la probabilité et du coût des crises financières seront substantiels. La plus grande résistance du système financier, par exemple, sera très rapidement bénéfique, ce qui est d'autant plus vrai lorsque la probabilité de nouveaux chocs est élevée, comme c'est le cas maintenant.

La viabilité de la reprise mondiale dépend de la stabilité des performances du secteur financier sur l'ensemble du cycle conjoncturel ; une phase de vive expansion du crédit reposant sur des bases mal assurées mène inéluctablement à de lourdes pertes. Il est donc nécessaire de modifier radicalement les comportements, les incitations et les attitudes face au risque. Les banques doivent continuer de s'attaquer aux insuffisances, sur le plan de la gouvernance et de la gestion des risques, qui ont contribué à la crise. Elles doivent s'assurer des ressources plus stables, allonger l'échéance de leurs passifs et gérer sainement leur risque de taux d'intérêt. Les investisseurs l'ont bien compris : ils sont devenus plus sélectifs et privilégient les établissements financiers qui s'appuient sur des modèles opérationnels plus prudents et plus résistants. La priorité, dans ce domaine, est de renforcer durablement cet esprit de prudence en l'inscrivant dans le cadre réglementaire.

Comme je l'ai dit, il est essentiel que le nouveau cadre stratégique s'attache à la dimension systémique des risques financiers. Le terme « macroprudentiel » a été utilisé pour la première fois lors des réunions tenues à la BRI, voici plus de trente ans, précisément pour couvrir cette dimension. Il est tout à fait clair pour chacun, à présent, que les risques auxquels est exposé le système ne se réduisent pas à la somme des risques des établissements individuels, mais qu'ils comportent les risques engendrés par les expositions communes, les interrelations entre établissements et la procyclicité. Il reste maintenant à ajuster nos moyens d'action en tenant compte de ce constat. Il y a bien des façons d'adapter les instruments prudentiels classiques pour réduire le risque systémique.

Il est essentiel de traiter la procyclicité si l'on veut corriger les excès du crédit et des prix des actifs et freiner l'accumulation de fragilités systémiques. Il convient de constituer des provisions et volants de sécurité anticycliques en période d'euphorie, lorsque l'expansion du crédit dépasse son rythme tendanciel, pour utiliser ces ressources en période de ralentissement conjoncturel. D'autres mesures prudentielles, telles que le plafonnement du ratio prêt/valeur pour les emprunts hypothécaires, peuvent faire office de stabilisateurs automatiques. Il peut également s'avérer utile de modérer la procyclicité du mécanisme de marges sur la valeur des sûretés acceptées dans les prêts interbancaires.

Les réformes devront aussi prendre en compte le problème des établissements trop grands pour faire faillite. Elles auront non seulement à réduire la probabilité de défaillance d'établissements d'importance systémique, mais à renforcer aussi la capacité des pouvoirs publics à traiter leur faillite. En outre, il faudrait que la révision des infrastructures de négoce et de paiement limite le risque de contagion. Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement joue un rôle primordial à cet égard : il s'attache à rendre plus sûr le règlement des transactions sur dérivés de gré à gré en orientant une bonne partie de ces transactions vers des contreparties centrales solides et sûres.

La réforme des réglementations du système financier doit s'inscrire dans un cadre stratégique de stabilité financière plus large, mettant à contribution l'action réglementaire, prudentielle et macroéconomique. Il devrait être étayé par des mécanismes institutionnels privilégiant la gestion des risques à l'échelle du système et par la coopération internationale.

Dans ce cadre de stabilité financière, le cadre opérationnel de la politique monétaire doit être, lui aussi, élargi. Son objectif primordial est, et doit rester, la stabilité des prix, mais il est clairement apparu que stabilité monétaire et stabilité financière sont étroitement liées. En intégrant des objectifs de stabilité financière réalistes, les banques centrales doivent définir et exposer clairement une stratégie en accord avec leurs responsabilités en matière monétaire ; et elles doivent disposer d'instruments – outre les taux directeurs – leur permettant d'atteindre ces objectifs.

Une période prolongée de taux directeurs très bas – même s'ils sont justifiés par de piètres perspectives de croissance – peut susciter des risques pour la stabilité financière, et, de la sorte, menacer la stabilité macroéconomique à long terme. Des taux extrêmement bas peuvent encourager les banques à se financer à plus court terme, accentuant ainsi leur exposition au risque de renouvellement. Ils peuvent, en outre, les pousser à amplifier l'effet de levier pour acquérir des actifs à risque et retarder ainsi le nécessaire ajustement des bilans. Les instruments de type prudentiel sont faits pour contrer ces risques, mais la politique monétaire a, elle aussi, un rôle important à jouer, au moyen des taux. L'essentiel est d'adopter toujours une approche prospective, qui permette de prendre intégralement en compte, dans la détermination des taux directeurs, les évolutions et risques financiers.

Conclusion

Pour conclure, je dirais que les déficiences graves qui persistent dans le secteur financier et les inconvénients à long terme de politiques macroéconomiques très expansionnistes continuent de mettre au défi notre capacité à choisir la meilleure voie dans un contexte difficile.

Lorsque les marchés et l'opinion commencent à perdre confiance, il est vain de croire que le processus d'ajustement sera plus facile si l'on diffère l'adoption de politiques manifestement indispensables. Nous ne pouvons attendre le retour à une forte croissance pour amorcer la réorientation des politiques. Retarder l'assainissement des finances publiques, en particulier,

risquerait simplement de raviver la volatilité financière, les dysfonctionnements des marchés et les tensions sur les financements. Il est infiniment plus avisé d'engager rapidement des mesures vigoureuses et crédibles en vue d'un assainissement budgétaire significatif et d'une restructuration du système financier.

La coopération internationale est cruciale, en cette période délicate où la confiance est mal assurée. À cet égard, mener à bien sans tarder les accords internationaux refondant les réglementations enverra un signal positif – non seulement aux marchés financiers, mais aussi aux citoyens. Le temps est venu de s'entendre sur de grandes réformes concrètes visant à renforcer notablement la résistance de l'industrie financière. Lancer ces réformes, en les associant à des programmes d'assainissement des finances publiques et à des efforts de restructuration du secteur financier, sera une étape importante pour mettre un point final à la crise. Il ne faut pas laisser échapper cette occasion.

