



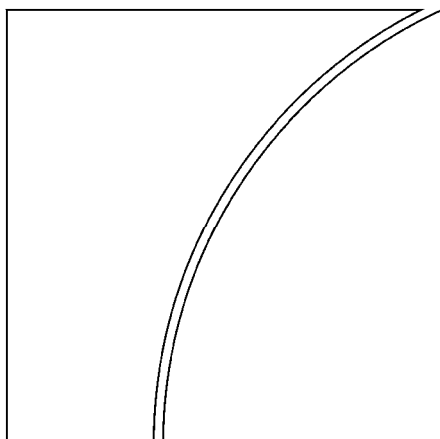
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

## **Allocution du Directeur Général**

Installer durablement une  
croissance viable

Allocution prononcée par Jaime Caruana  
Directeur Général de la BRI

Bâle, le 26 juin 2011





# Allocution de Jaime Caruana

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire  
à Bâle, le 26 juin 2011

Mesdames et Messieurs,

Sous bien des aspects cruciaux, le bilan que l'on peut dresser aujourd'hui est bien meilleur qu'il y a un an, et meilleur encore qu'en juin 2009. Certes, de graves vulnérabilités subsistent, et la tâche est loin d'être achevée, mais il importe de ne pas perdre de vue tout ce qui a été accompli.

Considérons la situation mondiale dans son ensemble : l'écart entre la demande et les capacités de production est en passe de se résorber, et l'économie croît au rythme respectable – si on le compare aux tendances passées – de 4 % environ. La reprise, malgré sa lenteur et ses disparités, a même permis, dans certains des pays les plus touchés par la crise, de retrouver les niveaux de production antérieurs. Avec la résurgence de la demande, le risque de déflation n'est plus une préoccupation. Il n'est donc plus aussi nécessaire de maintenir l'orientation inhabituellement accommodante des politiques monétaires.

La mise en œuvre du programme de réformes financières a avancé rapidement, grâce à l'accord trouvé sur Bâle III. Les banques ont d'ores et déjà consolidé significativement leur base de fonds propres. Les nouveaux dispositifs et les nouvelles normes internationales adoptées intègrent une approche macroprudentielle centrée sur le risque systémique. Ce bilan est loin d'être négligeable, car aucune de ces réalisations n'était acquise il y a un an.

Cela étant, quatre ans après, la crise financière et les politiques engagées pour la contrer ont laissé de profondes séquelles. Économies et systèmes financiers restent vulnérables même à de légers chocs, et la probabilité de développements gravement perturbateurs n'a pas diminué. La reprise mondiale demeure inégale et l'inflation mondiale s'établit à 3,6 %, en hausse de 1 point depuis avril 2010.

Dans les économies avancées qui étaient au cœur de la crise, le désendettement général et les ajustements structurels sont incomplets. Le secteur financier comme celui de la construction sont encore surdimensionnés. L'assainissement des bilans du secteur privé est loin d'être achevé. De plus, les menaces que l'endettement du secteur public faisait peser se sont concrétisées, prenant les proportions d'une crise dans certains pays. Entre les

faiblesses du secteur public et du secteur financier, il subsiste d'importants risques de contagion.

Certaines économies émergentes manifestent les signes, trop familiers déjà, d'une montée des vulnérabilités financières : explosion du crédit intérieur et flambée des prix des actifs. Les graves déséquilibres des paiements courants sont toujours là et bien là, et les flux de capitaux bruts créent des risques, même pour les pays dont la balance courante est excédentaire. Tout cela dans un contexte où les conditions monétaires et financières mondiales demeurent inhabituellement accommodantes.

Je commencerai donc par décrire les séquelles de la crise avant d'examiner les solutions – budgétaires, monétaires, structurelles et prudentielles – susceptibles d'aider à jeter les bases durables d'une croissance robuste, stable et viable. Ces solutions doivent s'inscrire dans une perspective plus vaste permettant aux autorités d'agir rapidement sans perdre de vue le long terme – en acceptant de payer des coûts encore modestes aujourd'hui pour ne pas avoir à faire face à une facture plus lourde demain –, ni négliger les répercussions mondiales de leurs politiques. Car, au bout du compte, tout le monde gagnera à coopérer.

## Défis à relever et réponses à trouver pour installer une croissance viable et stable

Alors que nous sortons de la crise, il importe de bien comprendre l'origine profonde des défis auxquels elle nous laisse confrontés. Nous avons connu la phase de contraction d'un cycle financier mondial. Durant la phase d'expansion qui l'avait précédée, non seulement les risques financiers ont souvent été sous-estimés, mais le taux de croissance potentielle de l'économie et sa capacité à produire des recettes fiscales pérennes ont, eux, été surestimés. S'ajoute à cela le fait que l'on n'a pas su percevoir les déséquilibres structurels naissants, qui ont fini par miner les fondements d'une croissance durable.

Je distinguerai, pour ma part, quatre défis légués par la crise. Ils concernent les comptes à rendre dans le domaine des finances publiques ; les risques d'inflation ; les excédents de capacités ainsi que l'assainissement inachevé des bilans du secteur privé ; les vulnérabilités financières.

### *Finances publiques : le moment de vérité*

Le ralentissement conjoncturel, les baisses d'impôts et hausses de dépenses décidées en réponse à la crise, ainsi que le coût de la recapitalisation du secteur financier ont eu pour effet d'avancer le *moment de rendre des comptes* dans le domaine des finances publiques. Dans les pays qui ont connu un boum du crédit, les autorités ont fini par prendre conscience du déficit considérable creusé par l'effondrement des recettes, dopées pour un temps seulement par le boum. Tout cela débouche sur une crise de la dette souveraine.

Dans bien des cas, les événements récents n'ont fait qu'accélérer la concrétisation d'un problème qui se profilait déjà. Vous le savez aussi bien que moi : si rien n'est fait, les trajectoires budgétaires de certaines des grandes économies avancées ne sont pas tenables. Face à la montée des ratios de

dépendance et au coût des régimes publics de retraite et de santé, entre autres, les recettes futures s'annoncent bien inférieures aux engagements futurs. Les marchés financiers peuvent fermer les yeux pendant longtemps, jusqu'à ce que, soudainement, ils imposent un changement de cap brusque et douloureux.

L'*assainissement des finances publiques* est donc encore plus urgent aujourd'hui qu'il ne l'était lorsque je l'évoquai l'an passé. Un pays de l'OCDE, selon les estimations de cette organisation, devrait améliorer son solde primaire de près de 7 % du PIB simplement pour parvenir à stabiliser son ratio dette/PIB en 2026.

Il ne pourra y avoir de stabilité macroéconomique et financière durable tant que des mesures énergiques n'auront pas été prises pour placer les finances publiques sur une trajectoire sûre et crédible. La solvabilité des emprunteurs souverains est une condition préalable au bon fonctionnement de l'économie. Quand l'un d'entre eux fait défaut, le contrat social entre l'État et les citoyens est rompu ; la confiance, indispensable à la bonne marche de l'État et de l'économie, est alors ébranlée. Aussi grande, riche et puissante qu'elle soit, aucune économie n'est à l'abri des risques qui découlent d'une gestion non rigoureuse des finances publiques.

Le lien entre viabilité budgétaire et solidité financière n'est nulle part plus évident qu'en Europe aujourd'hui : dans certains pays, les déficiences du secteur financier ont affaibli l'État ; dans d'autres, c'est la faiblesse du secteur public qui a contaminé les banques ; dans tous, la fragilisation qui en est résultée menace désormais les acquis de l'intégration économique et financière. Il n'existe pas de remède facile, rapide ni indolore. Il n'y a pas d'autre solution que de mettre en œuvre sans fléchir des programmes nationaux étendus couvrant notamment un assainissement des finances publiques et des réformes structurelles. Au sein de la zone euro, les dispositions concernant les finances publiques et la compétitivité doivent être conçues de manière à permettre de prendre, en période favorable, des mesures préventives prévisibles, sûres et moins discrétionnaires.

L'Europe n'a malheureusement pas le monopole de telles urgences budgétaires. Les grandes économies devraient gérer cette situation avec soin et s'efforcer d'assainir sans tarder leurs finances publiques, ne serait-ce qu'en raison de leur impact important sur les conditions financières mondiales.

#### *Risques d'inflation, effets secondaires et faibles taux d'intérêt*

La reprise de l'activité et la résorption des capacités inutilisées, évolutions bien venues, ont entraîné le retour moins opportun des *risques d'inflation*. Comme au début des années 1970, le boum des prix des produits de base pourrait être le signe avant-coureur d'un problème plus grave. Les prix des denrées alimentaires, de l'énergie ou des métaux, entre autres, sont plus sensibles au jeu de l'offre et de la demande que ceux des produits manufacturés ou des services. De plus, contrairement à ce qui s'était passé durant les deux dernières décennies, l'évolution des prix des biens échangés sur les marchés internationaux ne semble guère freiner l'inflation, puisque les salaires et les prix augmentent dans les économies émergentes. Même si des surcapacités

semblent persister dans certaines régions du monde, on peut craindre des effets de second tour et une montée des anticipations d'inflation.

Les conditions monétaires très accommodantes en vigueur dans les régions économiques les plus touchées par les turbulences se sont répercutées à travers le monde via les marchés des obligations et des actions ainsi que via les crédits bancaires. En particulier, la croissance à deux chiffres des prêts en dollar des États-Unis à des non-résidents montre bien comment les emprunts dans les grandes monnaies peuvent financer le crédit à bon marché, y compris dans les pays où la banque centrale a resserré les conditions monétaires.

Des conditions financières extrêmement souples peuvent avoir des effets secondaires indésirables bien connus. Des taux d'intérêt à un bas niveau retardent l'assainissement des bilans, encouragent une dangereuse prise de risques sur certains segments des marchés financiers et, ce faisant, rendent plus hasardeux le processus de sortie des soutiens publics. Ils sont aussi une incitation supplémentaire pour des investisseurs déjà tentés de placer des fonds sur des marchés émergents en plein essor, et favorisent ainsi le creusement de déséquilibres financiers dans ces pays. Le recours plus actif aux instruments macroprudentiels dans les économies émergentes est utile, mais ne saurait se substituer à un resserrement monétaire. Plus les taux resteront durablement bas, plus ces effets secondaires se feront sentir et plus grand sera le risque d'être confronté à des perturbations quand les rendements, ce qui est inévitable, augmenteront.

Le *retour à la norme des politiques monétaires* s'impose donc. Les taux directeurs extraordinairement accommodants en vigueur à l'heure actuelle ne permettront pas d'instaurer une stabilité monétaire et financière durable. Les taux d'intérêt réels à court terme ont, en fait, baissé au cours de l'année écoulée, leur moyenne mondiale revenant de  $-0,6\%$  à  $-1,3\%$ .

L'Histoire nous enseigne que les reprises sont plus lentes et moins robustes après une crise financière qu'après une récession ordinaire. Après une crise financière, il faut plus de temps pour alléger le fardeau de la dette, redresser les bilans, couper dans les dépenses improductives et faciliter une redistribution de la main-d'œuvre. Il ne faudrait pas que les décideurs empêchent ces nécessaires ajustements. Un retour à la norme trop tardif ou trop lent des politiques monétaires est de nature à entamer la crédibilité de la lutte contre l'inflation et risque, en outre, de causer des dommages supplémentaires en retardant les ajustements structurels et bilantiels. Des taux d'intérêt plus près de la norme rendent moins tentant le recours à des expédients, et obligent à se concentrer sur les ajustements qui s'imposent.

Le resserrement de la politique monétaire peut aussi faciliter l'ajustement des paiements courants. En encourageant l'appréciation de leur monnaie, il aidera les pays où l'expansion est la plus forte à corriger leurs déséquilibres. Il pourra aussi compléter les politiques structurelles indispensables au rééquilibrage des modèles de croissance dans le monde, en nous faisant renoncer au modèle intenable conjuguant croissance financée par l'emprunt et croissance tirée par les exportations.

### *Excédents de capacités et assainissement inachevé des bilans*

L'*excès de capacités* dans les secteurs de la finance et de l'immobilier laisse penser que l'ajustement n'est pas terminé dans les économies frappées par la crise. Les établissements financiers ont reconstitué leurs volants de fonds propres, mais l'endettement global, public et privé, de l'économie reste trop élevé. Entre 2007 et fin 2010, le ratio de la dette des ménages par rapport au PIB aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne n'a baissé que de 2 points de pourcentage, en moyenne simple, tandis que celui de la dette publique augmentait de 30 points de pourcentage.

Tant que toutes les pertes ne seront pas révélées, et les bilans, assainis, les problèmes et distorsions de financement persisteront. C'est une caractéristique importante des économies en phase de contraction après un boum du crédit. En particulier, après la crise, le secteur financier demeure surdimensionné dans l'économie : l'excès de levier financier et l'excès de capacités n'ont pas été résorbés.

Les autorités doivent, par conséquent, redoubler d'efforts pour promouvoir l'assainissement des bilans du secteur financier et créer les conditions de la rentabilité à long terme des établissements bancaires. Sur le plan macroéconomique, les progrès se feront encore sans doute par à-coups, au moins autant que l'an dernier. Il s'agit donc de s'assurer que les banques sont préparées à affronter le prochain choc, qui ne manquera pas de se produire. Cela passe par des tests de résistance rigoureux et des mesures de recapitalisation.

De plus, sans un renforcement ainsi qu'un redimensionnement du système financier, il sera impossible de retirer les mesures massives de soutien public encore en place. Aucun système financier ne peut être efficace et sûr dans un environnement propice au risque subjectif (aléa moral) et à la mauvaise affectation des ressources qui en découle.

### *Vulnérabilités financières*

En dépit des efforts déployés à ce jour, le risque souverain et le risque pour le secteur financier continuent de s'aggraver l'un l'autre. Le financement bancaire à court terme reste élevé, et il en va de même des risques de surprises du côté des taux d'intérêt. La sphère financière présente, à l'heure actuelle, des caractéristiques qui entretiennent ces fragilités : taux directeurs bas et anticipation d'une poursuite des soutiens publics, mais aussi ciblage de rendements élevés sur les fonds propres bancaires. Les investisseurs doivent revoir à la baisse les rendements attendus, parallèlement à la réduction, par les banques, de l'effet de levier.

Parallèlement, on voit les signes d'un retour aux *prises de risque excessives*. Si une certaine exhortation à prendre plus de risques faisait partie du plan de gestion de la crise, il semblerait que, dans certains domaines, les investisseurs tendent à aller de nouveau trop loin.

En outre, plusieurs économies des régions les plus dynamiques de la planète montrent des signes inquiétants de *boums du crédit intenable*s. Le volume de crédit et les prix des actifs se sont fortement écartés de leurs

niveaux historiques, signalant l'émergence de vulnérabilités financières. L'Histoire ne se répète peut-être jamais, mais elle a indéniablement un tempo et une tonalité récurrents. Ces évolutions présagent un nouveau cycle financier intenable.

Ne sous-estimons pas le travail encore nécessaire pour achever les réformes financières. Il reste à mettre en œuvre Bâle III intégralement et de façon homogène dans le monde entier. Nous devons aussi fixer des normes plus exigeantes pour les établissements financiers d'importance systémique et prévoir pour eux des mécanismes crédibles de résolution ordonnée. Il faut, par ailleurs, surveiller et réduire les risques posés par les systèmes bancaires parallèles. Il est indispensable d'apporter des améliorations aux statistiques et procédures utilisées pour suivre les risques systémiques au plan national et dans le monde. Là où le crédit et la production sont en forte progression, les autorités devraient envisager d'imposer le volant contracyclique prévu par Bâle III pour renforcer la résilience des établissements bancaires. Et tout cela, dans le cadre de dispositifs assez souples pour s'adapter à un système financier en mutation rapide et aux incitations à opérer des arbitrages réglementaires.

**En résumé**, il faudra agir promptement. La question n'est pas de savoir s'il faut consolider la politique budgétaire, normaliser les politiques monétaires ou accélérer l'ajustement structurel. Il s'agit de déterminer quand et comment cela se fera dans ces trois domaines.

Il faut remettre les politiques budgétaires sur des trajectoires viables, revenir à des conditions monétaires normales et accélérer les ajustements dans l'économie réelle et dans les bilans. Une action précoce limitera les vulnérabilités, abaissera le coût de la remise en ordre et consolidera la capacité de résister à d'éventuels imprévus, notamment la résilience des établissements financiers. Dans tous les domaines où cela est possible, il faut *dès à présent se renforcer*. Il convient de s'efforcer de faire mieux et plus vite que ne le prévoient les délais impartis et les minima prévus. Et peut-être, cette fois, serons-nous les témoins d'une émulation vertueuse.

## Les cadres à mettre en place

Les enseignements de cette crise à retenir avant tout autre, toutefois, ne concernent pas seulement les actions à mener, mais aussi leur cadre. Établir des bases durables en vue d'instaurer la stabilité monétaire et financière suppose une réglementation et un contrôle s'inscrivant résolument dans une orientation macroprudentielle, une politique monétaire qui contribue activement à la stabilité financière, et une politique budgétaire favorisant la constitution des volants de sécurité requis pour gérer efficacement les crises.

Ces cadres ont deux caractéristiques communes. La première est de rejeter les solutions à courte vue, au profit d'une perspective à long terme. La seconde affranchit d'une inclination à se focaliser sur le seul espace domestique, et permet de dépasser l'idée qu'il suffirait de garder sa maison en ordre.



La première caractéristique, donc, exige une vision de long terme pour prévenir la lente formation de déséquilibres financiers susceptibles, *in fine*, de faire capoter la croissance, de gripper la politique monétaire et de déclencher des crises souveraines.

Les dispositifs de gouvernance mis en place dans le cadre de la politique macroprudentielle doivent encourager les décideurs à adopter une optique de long terme fondée sur les principes d'indépendance, de clarté et de responsabilité. Cela laisse penser que les banques centrales devraient jouer un rôle clé.

La politique budgétaire appelle, elle aussi, une optique de long terme. Les États doivent donc, comme les établissements financiers, constituer des volants de sécurité. La politique budgétaire devrait viser à maintenir un niveau d'endettement très bas en période normale, de sorte que les gouvernements soient prêts à affronter les prochains chocs, lesquels sont inévitables. Et les autorités doivent prendre conscience que les recettes engrangées en période de boum du crédit ne sont pas pérennes.

La seconde caractéristique invite les responsables des politiques à comprendre que, dans une économie mondiale intégrée, garder sa maison en ordre ne suffit pas. Aucune économie ne saurait être en sécurité si l'économie mondiale ne l'est pas. On ne peut juger correctement de la situation des différents pays et du bien-fondé de leur politique qu'en regard des conditions mondiales, que ces pays contribuent, ensemble, à déterminer. À titre d'exemple, si chaque banque centrale considère que les fluctuations du cours des produits de base échappent à son contrôle, la politique monétaire mondiale risque d'être trop accommodante. De même que chaque grande banque privée a des effets systémiques qu'elle doit internaliser, de même la politique menée par chaque pays a des répercussions internationales qu'il lui faut prendre en considération.

Établir des bases durables en vue d'installer une faible inflation, une croissance robuste et un système financier stable exige d'agir rapidement, alors même que nous sommes dans l'incertitude. Cela demandera non seulement des idées, beaucoup de travail et des ajustements difficiles, mais aussi des efforts de collaboration, de coopération et de coordination aux plans national et international. Harmoniser notre compréhension des problèmes posés, puis s'efforcer d'y apporter des solutions communes, tel est le but de la coopération internationale. C'est aussi le sens même de la mission de la BRI, qui, comme elle l'a fait tout au long de son histoire, continuera à œuvrer dans cette direction.