



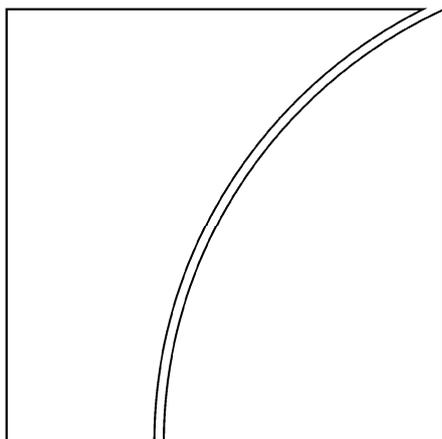
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Allocution du Directeur Général

Il est temps de s'attaquer
aux causes profondes

Allocution prononcée par Jaime Caruana
Directeur Général de la BRI

Bâle, le 24 juin 2012



Allocution de Jaime Caruana

Directeur Général de la BRI

prononcée à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire
à Bâle, le 24 juin 2012

Mesdames et Messieurs,

Voilà cinq ans qu'a éclaté la crise financière, et l'économie mondiale demeure fragile. Intrinsèquement, cette fragilité n'est pas due à la conjoncture ; elle tient davantage à des faiblesses fondamentales, communes à un grand nombre de pays. Certes, des progrès ont été accomplis vers une résolution de ces problèmes, qui ne sont pas nouveaux, mais il faut faire plus encore. Ainsi, dans les économies avancées, la production a tout juste retrouvé ses niveaux d'avant la crise.

La confiance dans la reprise mondiale s'est encore dégradée ces derniers mois. Les marchés se montrent nerveux. Les perspectives de croissance dans les économies avancées restent moroses. En Europe, les marchés financiers sont sous tension, et certains pays sont en récession.

Les économies émergentes progressent plus vigoureusement que les économies avancées. Ces cinq dernières années, elles ont généré les trois quarts de la croissance mondiale. C'est parce qu'ils avaient engagé des réformes plus tôt, souvent lorsque la demande intérieure diminuait, que nombre de ces pays ont renoué avec une croissance forte et qu'ils ont pu mener une politique contracyclique pendant la crise. Mais les économies émergentes ont récemment commencé à ressentir plus fortement les effets d'une croissance déséquilibrée et, parfois aussi, de tensions inflationnistes. Elles ne sont donc pas épargnées par le ralentissement mondial.

Dans ce contexte difficile, les appels à poursuivre la relance économique n'ont rien de surprenant. Certains plaident pour une orientation monétaire plus accommodante, d'autres préconisent un assouplissement de la nouvelle réglementation financière ; d'autres encore recommandent de reporter à une période plus favorable l'assainissement des finances publiques et l'ajustement structurel du secteur privé. Toutes ces propositions se fondent sur le même raisonnement : si seulement les autorités insistaient moins sur la rigueur et davantage sur la relance, la croissance finirait par revenir. Serait-ce donc si simple ?

Le principal obstacle à une croissance soutenue n'est pas le manque de mesures de relance, mais les interactions négatives entre trois faiblesses fondamentales, toutes liées aux bilans :

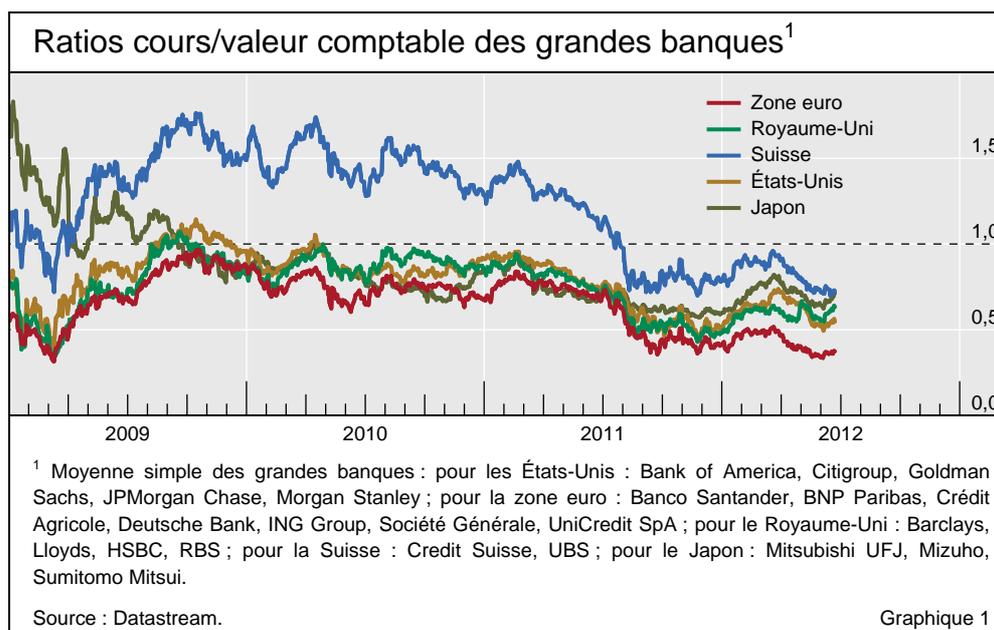
- Premièrement, le secteur financier demeure fragile. Malgré quelque amélioration, de nombreuses banques restent surendettées, et les doutes sur la qualité de leurs actifs ferment l'accès de bien des banques aux marchés des prêts non garantis. Pour plusieurs émetteurs souverains en Europe, les rendements obligataires ont grimpé en flèche quand il est devenu plus difficile d'attirer les investisseurs étrangers. Cette fragmentation nationale des marchés bancaires et obligataires est un motif de profonde inquiétude.
- Deuxièmement, d'importants déséquilibres structurels, bien antérieurs à la crise, continuent de peser sur les ménages et les entreprises, dont l'endettement reste trop élevé dans nombre d'économies avancées. Dans certains pays, le secteur immobilier est toujours en cours d'ajustement, dans d'autres, la croissance reste trop dépendante des exportations.
- Troisièmement, la dette publique atteint des niveaux intenable dans la plupart des pays industrialisés.

À la croisée de ces interactions, les banques centrales se trouvent contraintes d'endosser le rôle de décideurs en dernier ressort. Elles fournissent une stimulation monétaire d'ampleur massive. Elles procurent des liquidités aux banques qui ne sont pas en mesure de se financer sur les marchés privés. Et elles allègent la charge financière qui pèse sur l'État en maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau, très loin sur la courbe des rendements. Ces mesures d'urgence, si elles sont maintenues trop longtemps, pourraient avoir des effets secondaires indésirables. Il y a lieu de craindre que la politique monétaire soit encore plus mise à contribution au motif que les mesures prises dans d'autres domaines sont insuffisantes. Si l'intervention des banques centrales offre un délai supplémentaire, elle ne saurait se substituer à un assainissement des bilans ou à des réformes visant à stimuler la productivité et la croissance. Les banques centrales ne peuvent régler les problèmes que d'autres politiques économiques omettent de résoudre.

Trois faiblesses fondamentales

La priorité absolue est de remédier aux causes profondes de la crise. Il faut pour cela renforcer le bilan des banques, réduire l'endettement, rééquilibrer l'activité économique et ramener la situation des finances publiques sur une trajectoire viable à long terme. Des progrès notables ont été accomplis dans ces trois domaines. Mais avant que la confiance revienne, le travail doit être achevé avec clarté et détermination. Permettez-moi de développer mon raisonnement.

Commençons par la première, dans le système financier. Les banques savent qu'elles ont besoin de fonds propres en plus grande quantité et de meilleure qualité. Elles savent qu'il leur faut inscrire des actifs plus liquides à leur bilan. Elles savent qu'elles doivent éviter les stratégies reposant sur un recours excessif à l'effet de levier. Les autorités et le secteur privé ont fait des



progrès à cet égard. La majorité des banques sont mieux capitalisées qu'elles ne l'étaient avant la crise. Le dispositif de Bâle III ouvre une voie crédible à cet égard. Il est essentiel que le programme de réforme financière soit effectivement appliqué¹.

La recapitalisation des banques doit être assortie d'une constatation plus précoce des pertes sur prêts et d'une valorisation plus réaliste des actifs. Un indice des doutes suscités par la qualité des actifs des banques est le bas niveau des ratios cours/valeur comptable des banques (graphique 1). Dans de nombreux grands pays, ces ratios ont même diminué sur l'année écoulée. Les autorités et les banques doivent donc faire preuve d'une grande détermination pour améliorer rapidement la transparence et la solidité des bilans bancaires.

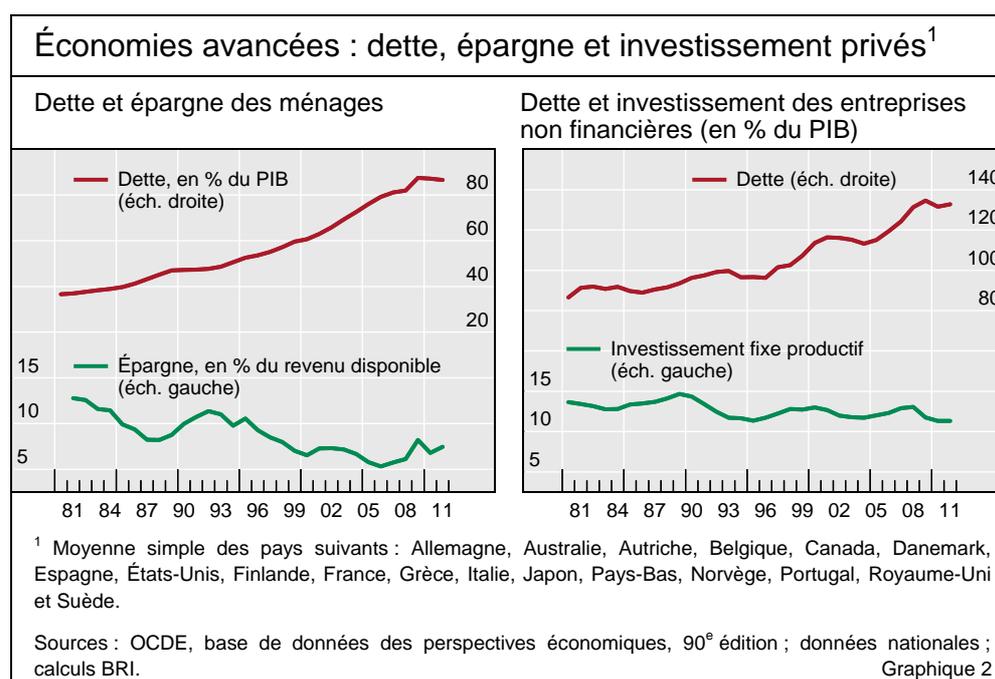
La deuxième faiblesse tient à la présence d'importants déséquilibres et rigidités structurels. Le boum du crédit est à l'origine d'une mauvaise allocation des ressources. Le bâtiment, la finance et d'autres secteurs dont la croissance reposait sur le crédit ont connu une expansion démesurée, surtout dans les pays où le cycle d'essor et de contraction des prix immobiliers a été le plus prononcé. Face à l'envolée des prix immobiliers, les ménages se sont leurrés sur la valeur future de leur patrimoine et ont abaissé leur niveau d'épargne. En dépit d'un contexte de vieillissement de la population et de lourde dette publique, ils ont emprunté de plus en plus et épargné de moins en moins (graphique 2, cadre de gauche). Et les entreprises non financières se sont endettées, elles aussi, sans pour autant accroître l'investissement réel en capital fixe (graphique 2, cadre de droite), ce qui n'a fait qu'aggraver le problème.

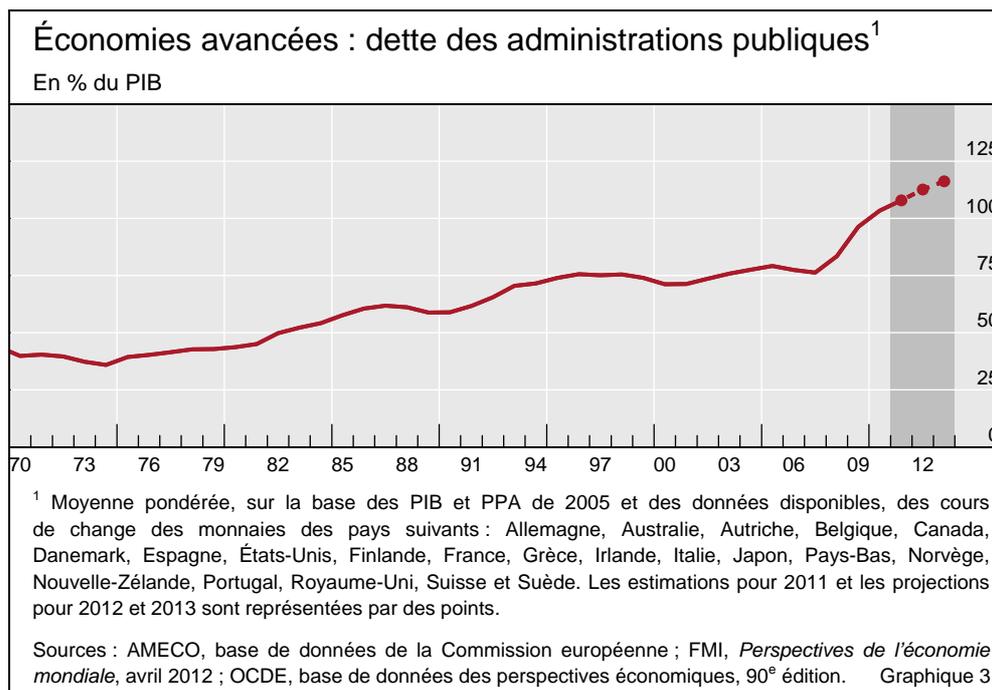
Le boum du crédit a, en outre, masqué des inefficiences et des rigidités structurelles qui sont bien antérieures au début de la crise financière.

¹ *Progress and challenges in financial reform*, allocution de Jaime Caruana au XXI^e Congrès bancaire international sur le thème « Secteur bancaire et régulation : stratégies, résultats et perspectives » St Petersburg, 6 juin 2012. (www.bis.org/speeches/sp120612.htm)

L'envolée du crédit et des prix des actifs a augmenté les revenus, réduit le chômage et amélioré la situation des finances publiques, de sorte qu'il est apparu moins urgent de s'attaquer aux problèmes structurels. Or, la lenteur et l'irrégularité des progrès accomplis dans le traitement de ces problèmes, déjà anciens, retardent la croissance. Les marchés de certains biens et services spécifiques font encore l'objet de freins à la concurrence. Dans certains pays, par exemple, les marchés des services sont encore souvent soumis à une réglementation très restrictive. Les marchés du travail restent trop rigides, protégeant souvent ceux qui ont un emploi mais pénalisant les nouveaux entrants potentiels – surtout les jeunes. Les dépenses publiques et les arbitrages fiscaux répondent encore souvent à des considérations à court terme. Les ressources consacrées à la recherche, à la formation et à l'éducation demeurent insuffisantes. Et l'efficacité des régimes fiscaux laisse encore à désirer. En présence de progrès aussi limités en matière de réformes structurelles, il est plus difficile de corriger les grands déséquilibres qui ont été révélés par les épisodes de contractions financières les plus marquées.

La troisième faiblesse est le niveau insoutenable de la dette publique. Depuis que la crise a éclaté, en 2007, la dette publique cumulée de l'ensemble des économies avancées est passée d'environ 75 % du PIB à plus de 110 % cette année. Cependant, la dette publique des principaux pays industrialisés augmente plus ou moins régulièrement depuis les années 1970 : le haut niveau d'endettement ne résulte donc pas uniquement de la crise financière (graphique 3). Dans les années qui ont précédé la crise, les gouvernements ont périodiquement consenti des efforts pour consolider les finances publiques. Mais une telle discipline a rarement été maintenue dans la durée, et la dette a continué de s'alourdir. Pour ne rien arranger, le surcroît de dépenses publiques a généralement alimenté la consommation et les transferts publics. Les investissements publics ont même diminué en pourcentage du PIB. Le





vieillesse de la population, qui accentuera la pression sur les finances publiques, pourrait bien peser sur le taux de croissance potentiel. Sans aucun doute, la conjonction de tous ces éléments fait qu'il sera de plus en plus difficile d'assurer le service d'une dette publique élevée.

Compte tenu des déficits courants et des futures dépenses liées au vieillissement, la trajectoire des finances publiques est intenable dans la plupart des pays industrialisés. Les excédents requis pour ramener la dette à ses niveaux d'avant la crise sont substantiels, et ils devront être maintenus des années durant. Plusieurs pays – dont certains de la zone euro – ont bien progressé dans ce domaine. Ils ont non seulement réduit leur déficit budgétaire actuel mais aussi engagé des réformes qui devraient améliorer la gestion à moyen terme des finances publiques. Cela étant, rares sont les États qui ont suffisamment corrigé la tendance au déficit, manifeste dans de nombreux pays depuis le milieu des années 1970. L'élimination de cette tendance nécessitera un réexamen plus fondamental de l'efficacité du secteur public et de la structure de la fiscalité et des dépenses.

Les limites de l'action des banques centrales

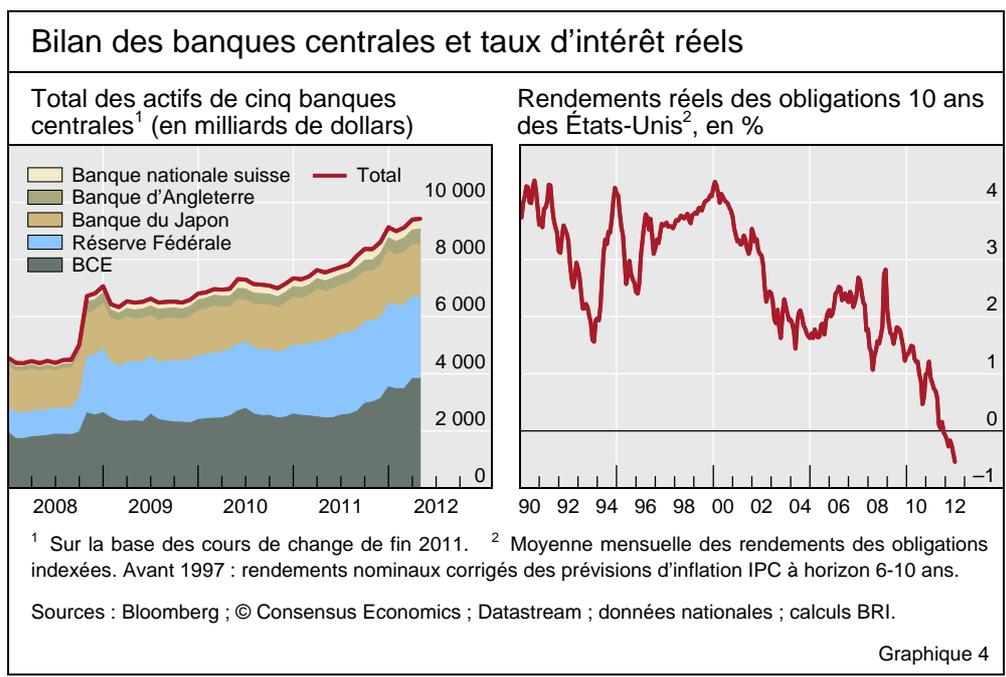
Les banques centrales peuvent contribuer à soutenir ces ajustements. Elles ont d'ailleurs déjà pris des mesures exceptionnelles de grande ampleur : elles ont maintenu les taux directeurs à un niveau proche de zéro et elles ont accordé des prêts à grande échelle afin de prévenir un gel de la liquidité et d'atténuer les tensions sur le financement des banques. Ces mesures ont évité un effondrement du système financier et empêché l'économie mondiale de sombrer dans une dépression généralisée.

Face aux menaces persistantes pour la stabilité financière et la croissance, les banques centrales ont, à plusieurs reprises, lancé de nouveaux

programmes pour continuer de soutenir l'économie. Certaines ont acheté une grande quantité d'actifs, généralement des obligations d'État ; d'autres ont signalé leur intention de prolonger la période de maintien des taux directeurs à un bas niveau ; et d'autres encore ont acheté des actifs privés afin de faire baisser les primes de risque. Dans le même temps, quelques banques centrales ont également procédé à d'importantes injections de liquidités dans le système bancaire – dans certains cas, tout en assouplissant les critères de qualité des sûretés admissibles ; et, dans quelques pays, les autorités sont intervenues directement sur les marchés des changes et ont constitué des réserves.

Une mesure simple des efforts ainsi déployés est la taille du bilan des banques centrales. Le total des actifs de cinq grandes banques centrales du monde avancé a plus que doublé depuis le début de la crise, passant d'une moyenne de près de \$4 000 milliards à plus de \$9 000 milliards, soit 13 % du PIB mondial (graphique 4, cadre de gauche). De plus, la composition des actifs a changé considérablement, plusieurs banques centrales détenant une portion importante du marché obligataire intérieur ou assurant, comme la BCE, une grande partie du financement des banques commerciales. Ainsi, la Réserve fédérale détient désormais 11 % de l'encours total de la dette publique des États-Unis, et la Banque d'Angleterre, plus de 18 % de la dette du Royaume-Uni.

L'action des banques centrales a contribué à abaisser notablement les taux d'intérêt à long terme, même dans le contexte d'une vive intensification des émissions d'obligations d'État. Les taux de référence réels à long terme sont extrêmement faibles voire négatifs dans les grandes monnaies. Ainsi, le rendement des bons du Trésor des États-Unis à 10 ans, corrigé de l'inflation, est à présent négatif (graphique 4, cadre de droite). Les banques centrales ont, en outre, réussi à atténuer les tensions sur la liquidité et le crédit sur les marchés privés.



De tels résultats pourraient toutefois donner lieu à des attentes irréalistes quant à ce que les banques centrales peuvent accomplir. La politique monétaire ne peut résoudre les problèmes fondamentaux qui freinent la croissance. Compte tenu de la nature structurelle et budgétaire de la crise, seules des réformes structurelles et budgétaires peuvent permettre à l'économie mondiale de renouer avec une croissance durable. La politique monétaire peut offrir le répit nécessaire pour que les autres politiques économiques corrigent les problèmes de bilan fondamentaux. Mais même lorsqu'elle tient ponctuellement ce rôle, elle n'est pas sans limites ni sans risques. Dans la conjoncture actuelle, les effets bénéfiques d'une détente monétaire prolongée ne sauraient être considérés comme acquis.

À mesure que les retombées positives de cet assouplissement exceptionnel diminuent et deviennent moins certaines, les risques associés à l'expansion des bilans des banques centrales iront vraisemblablement en s'accroissant et ils pourraient un jour se manifester sous des formes qui, pour l'heure, ne sont pas toutes entièrement claires. Je voudrais souligner trois risques majeurs.

Le premier risque est que, du fait de la prolongation de la relance monétaire, les ajustements budgétaire et structurel paraissent moins urgents. Du fait que la banque centrale fournit un financement avantageux, les signaux peuvent être brouillés. Les emprunteurs risquent ainsi de surestimer leur capacité de remboursement. Les banques commerciales jugent plus facile de ne pas procéder à un ajustement. Les autorités budgétaires peuvent, quant à elles, être tentées de retarder le processus d'assainissement. Or, l'absence d'ajustement pourrait accroître la dépendance à l'égard des banques centrales et accentuer les pressions pour qu'elles en fassent toujours plus.

Deuxièmement, les risques que présente, pour la stabilité financière, une longue période de taux d'intérêt très bas pourraient être importants. La capacité bénéficiaire du secteur financier peut être ébranlée, et les sociétés financières, mises en difficulté par la faiblesse des rendements, peuvent être incitées à faire davantage de placements risqués, mais pas nécessairement là où le crédit serait le plus utile. La forte exposition du secteur financier aux taux d'intérêt pourrait ainsi, un jour, servir d'argument en faveur du maintien des taux à un bas niveau.

Un troisième risque serait un mauvais calibrage de la politique monétaire, ou une mauvaise communication de cette politique. En raison de la taille sans précédent de leur bilan, les banques centrales se trouvent en terrain inconnu. Sans précédent historique sur lequel s'appuyer, elles vont avoir des difficultés à calibrer et mettre en œuvre un resserrement de la politique monétaire quand il deviendra inéluctable. Les réserves excédentaires des banques pourraient occasionner une expansion importante, soudaine et imprévue du crédit. Les banques centrales disposent, certes, des instruments nécessaires pour absorber les réserves excédentaires, mais il existe toujours le risque de pressions en faveur du maintien des taux d'intérêt à un bas niveau ou, tout simplement, le risque de ne pas reconnaître le moment où un resserrement s'impose. Même si elles parviennent à éviter ces écueils, il demeurera très

difficile de communiquer de manière convaincante dans ce type de circonstances sans précédent.

Enfin, si les marchés en venaient à considérer que les décisions de politique monétaire sont limitées par les besoins de financement croissants des États, l'aptitude des banques centrales à maîtriser l'inflation finirait par être gravement compromise. L'assainissement des finances publiques est donc essentiel non seulement pour restaurer la viabilité budgétaire, mais aussi pour préserver la crédibilité de la politique monétaire. Cette crédibilité, qui s'est progressivement bâtie au cours des deux dernières décennies, a démontré son importance durant la crise. Il faut la préserver.

Il est donc rassurant de constater que, pendant la crise, les banques centrales ont réaffirmé que les mesures exceptionnelles engagées ne remettaient pas en cause leur attachement à la stabilité des prix. Compte tenu de l'importance vitale de cette fonction première, les banques centrales ne peuvent pas assumer la responsabilité de l'ensemble des politiques économiques.

La crise de la zone euro

C'est avant tout dans la zone euro que se manifestent aujourd'hui les interactions négatives entre fragilité financière, lourd endettement des secteurs privé et public et déséquilibres structurels. Dans certains pays, la conjonction d'un fort effet de levier des ménages et des entreprises, de l'assainissement inachevé du secteur financier et du surendettement des États a créé plusieurs cercles vicieux. Dans ces circonstances difficiles, l'absence d'un actif commun sans risque – qui n'impliquerait pas nécessairement des transferts budgétaires – et d'un système bancaire unifié a tendance à segmenter les marchés financiers. En conséquence, l'Eurosystème a dû endosser un rôle démesuré dans le système financier de la zone euro.

Corriger ces faiblesses conjointement et de manière crédible est une condition préalable à la restauration de la confiance dans les secteurs publics, les banques et la monnaie unique, car elle est indispensable pour assurer le retour des emprunteurs souverains les plus fragilisés sur les marchés de la dette, la reprise de l'activité de prêt interbancaire, ainsi que des conditions dissuadant les déposants d'expatrier leurs fonds – de manière plus générale, il ne devrait pas être nécessaire de traverser les frontières pour investir dans des actifs sûrs. Enfin, c'est aussi une condition préalable à l'abandon par la banque centrale de son rôle inconfortable d'intermédiaire financier.

Des progrès ont été faits tant au niveau national qu'au niveau européen. Les réformes structurelles avancent, notamment s'agissant du marché du travail et des régimes de retraite. Ces efforts, associés à l'adoption du pacte budgétaire, ont créé un meilleur cadre pour placer les politiques budgétaires sur une trajectoire soutenable. En agissant conformément à ce pacte, les emprunteurs souverains renforceront sensiblement leur crédibilité.

Cependant, la persistance de signes de fragilité indique qu'il faut en faire plus aux niveaux national et européen. Dans plusieurs domaines, le

développement institutionnel n'a pas évolué en phase avec les besoins de l'union monétaire.

On peut donc se féliciter que l'examen de ces sujets sensibles soit désormais à l'ordre du jour. Une union monétaire qui centralise l'octroi de liquidités n'est guère compatible avec des systèmes bancaires fragmentés le long de lignes nationales. Les récentes propositions d'action sur le front bancaire sont prometteuses. Premièrement, en effet, elles permettraient d'unifier les règles bancaires dans l'ensemble de la zone euro. Deuxièmement, des règles bancaires unifiées doivent s'accompagner d'un cadre commun de surveillance du secteur bancaire, d'assurance des dépôts et de résolution des défaillances. Des changements aussi ambitieux prendront du temps. Mais la définition d'une vision commune, d'un objectif convenu et d'un mandat clair pourrait contribuer à supprimer certaines des interdépendances responsables de la gravité de la crise dans la zone euro.

Ce serait une erreur de penser que la zone euro est un cas unique. La possibilité d'interactions négatives entre des faiblesses similaires est également perceptible ailleurs. Si elles ne sont pas corrigées à temps, surtout dans le domaine budgétaire, elles pourraient entraîner une crise, même dans les pays qui ont jusqu'ici été épargnés, ce qui éloignerait un peu plus l'objectif de croissance durable de l'économie mondiale.

La voie à suivre

Permettez-moi de conclure mon propos. Les difficultés actuelles de l'économie mondiale ont des causes profondes et nécessiteront des solutions radicales. L'ajustement budgétaire, l'assainissement des bilans et les autres mesures de réforme ne sauraient être reportés en attendant des jours meilleurs. Faire pression sur les banques centrales, mais ne pas intervenir sur d'autres fronts finirait par entamer la confiance et accroître les risques pour la stabilité macroéconomique ou financière.

Le rythme auquel les pays comblent les déficits budgétaires et engagent des réformes dépend des contextes respectifs. Ceux dont la situation budgétaire est la plus fragile et qui dépendent le plus des financements étrangers devront agir sans tarder. La plupart des économies avancées ne peuvent se permettre d'attendre. Une réforme fondamentale des budgets est nécessaire à tous les niveaux dans le secteur public.

Si de nombreux pays opéraient simultanément un ajustement budgétaire, les pays excédentaires trop dépendants des exportations devraient assumer des responsabilités particulières. Grâce à des réformes, structurelles notamment, ils peuvent réorienter leur économie pour accroître l'absorption intérieure et atteindre une croissance plus viable à long terme, ce qui aiderait d'autres pays à réduire leur déficit courant, devenu insoutenable.

La vigueur de la demande dans plusieurs économies émergentes a contribué à soutenir la demande mondiale durant la crise. Mais même ces économies dynamiques ne peuvent toujours recourir à de nouvelles mesures de relance macroéconomique. Certaines sont, elles aussi, exposées aux risques liés à une expansion reposant sur le crédit, cause de tant de problèmes

dans les économies avancées. Enfin, certains pays restent vulnérables à une brusque inversion des flux de financement externe.

Une croissance forte et durable dépend aussi d'une solide coopération internationale. Si l'on veut s'attaquer aux racines de la crise, il est essentiel de mettre en œuvre des réformes et de contrer la préférence nationale. On ne saurait sous-estimer les progrès déjà accomplis, y compris dans les pays aujourd'hui en difficulté, mais il faudra du temps pour que leurs effets se fassent sentir. En attendant, nous devons nous appuyer sur ces progrès et mener à bien le travail entrepris si nous voulons restaurer la confiance et renforcer les fondements d'une croissance durable.

