



## Sortir de l'ombre de la crise : trois transitions pour l'économie mondiale

Allocution de Jaime Caruana

Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire de la Banque

Bâle, le 29 juin 2014

Mesdames et Messieurs

Le Rapport annuel de cette année présente notre point de vue sur les défis du moment et examine les moyens d'action qui pourraient nous aider à sortir de l'ombre longue de la crise. Nous adoptons pour ce faire une perspective à long terme, qui vise à faire la lumière, d'une part, sur la montée des déséquilibres financiers avant la crise et, d'autre part, sur leurs conséquences persistantes.

Je vais présenter dans un instant mes propres commentaires sur le Rapport annuel. Ensuite, Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique de la BRI, et Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, prendront la parole pour développer certains points.

Sept ans après ses débuts, la Grande Crise financière continue de projeter son ombre sur l'économie de la planète. La bonne nouvelle, c'est que l'économie mondiale est en voie de guérison et que la croissance s'est redressée l'année dernière, à l'échelle globale. Les réformes font leur chemin, quoique de façon inégale. La reprise gagne du terrain dans les économies avancées. La zone euro a fini par sortir de la récession, tandis que, dans les économies de marché émergentes, le ralentissement semble arriver en bout de course. On s'attend généralement à ce que la croissance mondiale revienne progressivement à son niveau d'avant la crise (graphique 1).

La moins bonne nouvelle, c'est que les défis à relever demeurent préoccupants et que de nouveaux risques se font jour. À l'aune du passé, la reprise est décevante. Mais cela n'a rien de surprenant. Dans les économies frappées par la crise, les consommateurs, les entreprises et les banques s'emploient encore à assainir leurs bilans, et ils font toujours face à un endettement excessif. C'est aux États-Unis que le désendettement du secteur privé est le plus avancé. Dans les autres pays, et notamment dans une grande partie de la zone euro, il est loin d'être achevé. Pendant le boom, la mauvaise affectation des ressources a été un phénomène généralisé, et il faudra du temps pour que ces ressources soient orientées vers des usages nouveaux et plus productifs. Quant aux économies émergentes, nombre d'entre elles en sont au dernier stade de leur propre boom financier. Si cette phase d'expansion a aidé l'économie mondiale à sortir de la Grande Récession, elle place maintenant les économies émergentes devant une série de risques économiques. Et ces risques ne peuvent pas être



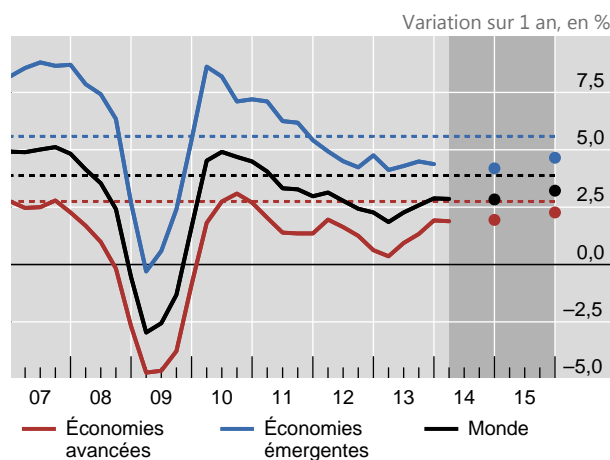
totallement compensés par la marge de manœuvre supplémentaire que les économies émergentes ont gagnée ces dernières années.

Pourtant, la reprise de la croissance mondiale nous offre l'opportunité de sortir de l'ombre de la crise. Pour tirer pleinement parti de cette opportunité, l'économie mondiale devra mener à bien trois transitions : la première, vers un modèle de croissance moins dépendant de l'endettement et, donc, plus durable ; la deuxième, vers un retour à la normale de la politique monétaire ; et la troisième, vers un système financier plus fiable. Permettez-moi d'évoquer maintenant chacune de ces transitions.

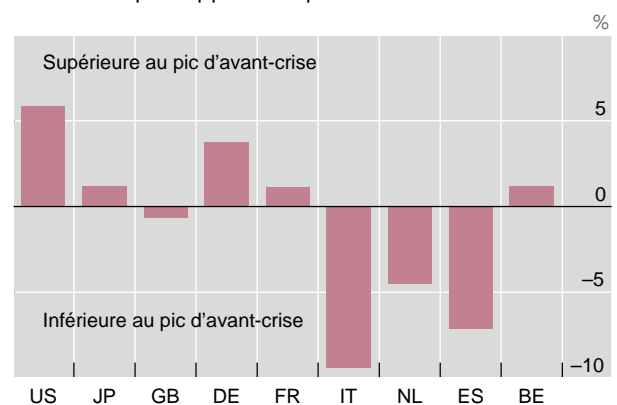
## La croissance mondiale reste dans l'ombre de la crise

Graphique 1

Croissance du PIB réel<sup>1</sup>



Production par rapport aux pics d'avant-crise<sup>2</sup>



BE = Belgique ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis.

<sup>1</sup> PIB réel historique et anticipé ; points : prévisions ; lignes horizontales discontinues : croissance annuelle moyenne sur 1996–2006. Économies avancées : 10 grandes économies ; économies émergentes : 28 grandes économies ; moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>2</sup> Pic d'avant-crise calculé sur 1996–2008.

Sources : OCDE, *Perspectives économiques* ; Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

## Première transition : vers un modèle de croissance moins dépendant de l'endettement

Depuis plusieurs dizaines d'années, l'endettement est le principal moteur de la croissance, et les booms financiers ont conduit à une très mauvaise allocation des ressources dans de nombreux pays. Ces booms ont aussi occulté l'érosion du potentiel de croissance et, dans les économies avancées, le ralentissement de la croissance de la productivité, tendance à l'œuvre depuis longtemps.

Depuis 2007, dans les économies du G 20, la dette totale du secteur non financier a augmenté de plus d'un cinquième en pourcentage du PIB. C'est là l'héritage des mesures massives de stimulation budgétaire adoptées par les économies avancées pendant la Grande Récession, mais aussi des gros volumes de nouvelles émissions d'emprunts par les entreprises des économies de marché émergentes. Depuis, les économies avancées ont quelque peu progressé dans la réduction du déficit budgétaire. Il n'en reste pas moins que le montant global de la dette continue d'augmenter. Au total, le ratio dette/PIB

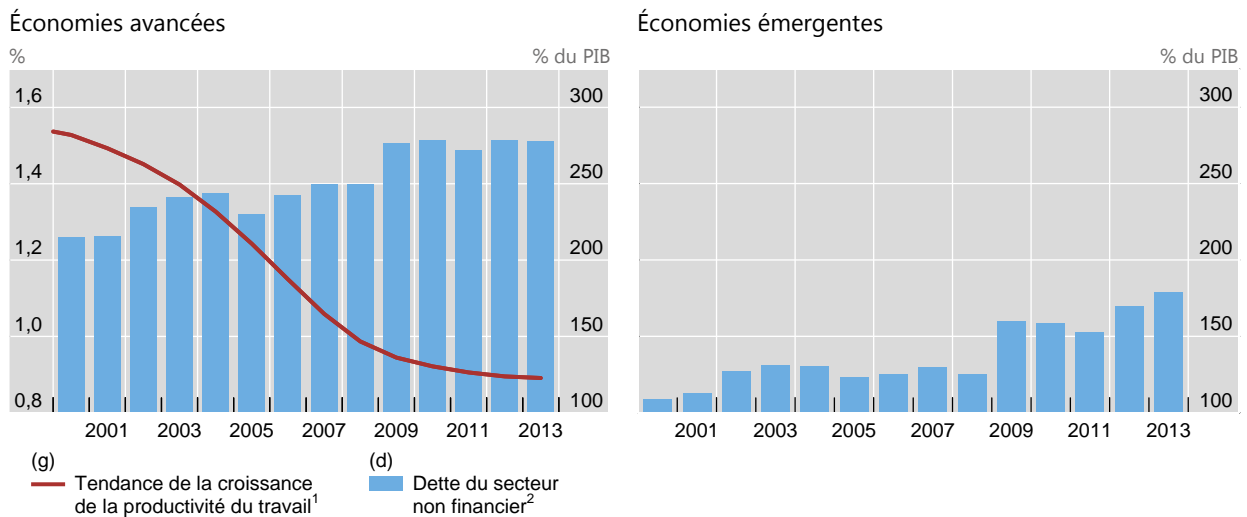


s'établit maintenant à 275 % dans les économies avancées et à 175 % dans les économies de marché émergentes.

Cet alourdissement de la dette a certes contribué à soutenir la demande. En revanche, il est moins certain qu'il permette d'accroître les revenus au cours des années à venir et, partant, d'assurer la viabilité de la croissance à long terme.

## Un modèle de croissance intenable

Graphique 2



Économies avancées : 10 grandes économies ; économies émergentes : 14 grandes économies.

<sup>1</sup> Filtre de Hodrick-Prescott appliqué à la croissance annuelle de la production par personne occupée. Agrégats : moyennes de la croissance tendancielle, pondérées sur la base des PIB aux taux de change PPA courants. <sup>2</sup> Y compris crédit aux secteurs public et privé converti en dollars aux taux de change du marché.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE, *Perspectives économiques* ; Conference Board, *Total Economy Database* ; données nationales ; calculs BRI.

L'un des aspects négatifs de ce schéma de croissance tiré par l'endettement est la relative faiblesse de l'investissement dans les économies avancées. Certes, au niveau mondial, les dépenses totales d'investissement ont continué d'augmenter en proportion du PIB, grâce à la croissance rapide des économies émergentes. En outre, dans certains pays, le surinvestissement dans les secteurs de l'immobilier résidentiel et de la construction exigeait depuis longtemps une correction. Mais d'autres tendances de l'investissement sont elles aussi de mauvais augure pour la croissance future. Dans de nombreuses économies avancées, par exemple, les entreprises n'investissent pas dans les biens d'équipement. L'investissement dans les infrastructures est également poussif, non seulement dans plusieurs économies émergentes, mais encore dans certaines économies avancées.

L'accroissement de la dette privée et publique a donné naissance à toute une série de vulnérabilités. À mesure que la dette augmente, la capacité de remboursement des emprunteurs devient progressivement plus sensible à la baisse de leurs revenus et à la hausse des taux d'intérêt. C'est ainsi qu'une dette plus lourde se traduit par une fragilité financière plus aiguë et par des cycles financiers potentiellement générateurs de perturbations plus graves. L'attitude qu'il convient d'adopter face à ces cycles est l'un des grands thèmes du Rapport annuel de cette année, comme Claudio Borio va l'expliquer dans un instant.

Et qu'en est-il du risque de stagnation séculaire ? L'endettement n'est pas le seul facteur défavorable à la croissance : les déficiences structurelles en sont un autre. Dans les économies avancées,



la croissance de la productivité décline depuis bien avant la crise, mais cette tendance était auparavant occultée par le boom financier (graphique 2). En outre, le frein que constitue le vieillissement de la population est bien connu, lui aussi. Il existe également des facteurs propres aux différents pays, comme le tassement structurel du taux d'activité, ou une mauvaise allocation sectorielle du crédit et des ressources. Tous ces facteurs constituent des obstacles structurels à la demande et à la croissance.

On voit mal comment un surcroît de demande reposant sur la dette pourrait améliorer la situation. Comme nous l'affirmions l'année dernière, la stimulation monétaire et budgétaire nous a octroyé un sursis. Mais elle ne saurait se substituer aux réformes structurelles. L'augmentation incessante de la dette publique ne renforce pas la confiance, pas plus qu'une période prolongée de taux d'intérêt ultra-faibles. Le bas niveau des taux peut certes favoriser une prise de risque accrue, mais il n'est pas sûr que celle-ci se traduise par des investissements productifs.

Enfin, et surtout, s'ils s'éternisent, des taux ultra-faibles pourraient alimenter et installer durablement un type d'équilibre hautement indésirable, fait de dette élevée, de taux d'intérêt faibles et de croissance anémique.

La meilleure façon d'éviter ce piège est de s'attaquer de front aux facteurs structurels. Il convient, en priorité, d'inverser le déclin de la croissance de la productivité et de remédier aux carences structurelles. Pour ce faire, il faudra mener des réformes du côté de l'offre afin d'encourager une utilisation plus flexible et plus rentable des ressources, et de susciter la confiance dans les perspectives en matière d'emploi et de revenus. Ces réformes doivent bien sûr être adaptées à chaque pays, mais elles incluront probablement une libéralisation plus poussée des marchés des produits et du travail, une révision de la fiscalité et un emploi plus ciblé des fonds publics. En outre, et ce n'est pas sans importance, la politique monétaire sera plus efficace dans une économie plus flexible et moins endettée.

## Deuxième transition : vers un retour à la normale de la politique monétaire

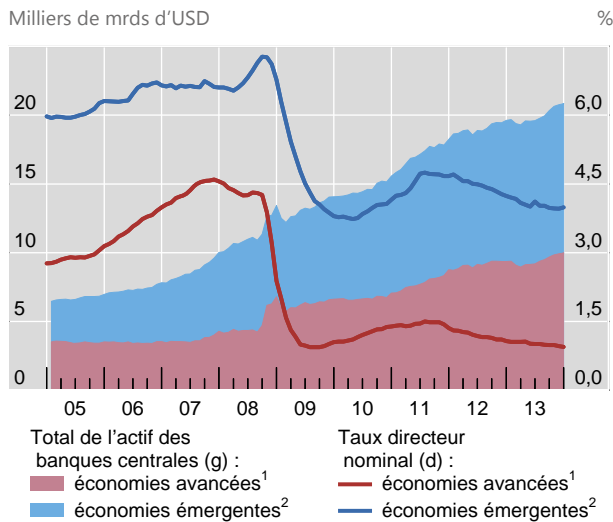
L'accommodation monétaire arrive à ses limites. La politique monétaire perd beaucoup de son efficacité dans la phase de reprise qui succède à une récession de bilan, alors que les ménages, les entreprises et les banques sont confrontés à l'assainissement de leurs bilans ; l'anémie de la demande globale devient alors une constante. La stabilité financière est elle aussi menacée, car les taux d'intérêt ultra-faibles favorisent le gonflement de la dette et la prise de risque.

Le retour à la normale de la politique monétaire est à peine entamé. En réduisant progressivement ses achats d'actifs, la Réserve fédérale ne fait que mettre fin à l'assouplissement. Les bilans des banques centrales, y compris celui de la Fed, ont continué de s'étoffer : ils atteignent maintenant, à l'échelle mondiale, un total de plus de 20 000 milliards de dollars. Les taux directeurs stagnent au plancher du taux zéro dans les principales monnaies, et sont très inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise dans les économies émergentes (graphique 3). Dans l'ensemble, la politique monétaire reste donc extraordinairement accommodante.

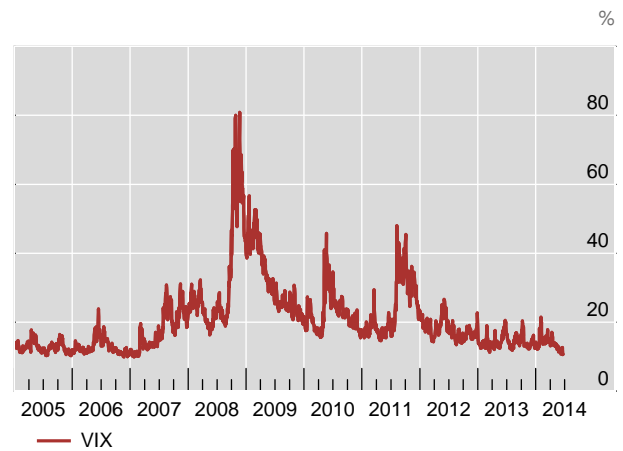
## Les conditions monétaires et financières restent très avantageuses

Graphique 3

Taux directeur et actif des banques centrales



Indice VIX



<sup>1</sup> Économies avancées : Australie, Canada, États-Unis, zone euro, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse. <sup>2</sup> Économies émergentes : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taipei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

Le voyage vers le retour à la normale sera probablement mouvementé et riche de défis à relever. Je n'en mentionnerai que deux.

Le premier de ces défis consiste à atténuer la dépendance des marchés financiers à l'égard de la politique monétaire. Ces derniers mois, la volatilité sur les marchés mondiaux est tombée à des niveaux sans précédent (graphique 3). Parallèlement, la quête du rendement s'est accélérée et les primes de risque ont diminué. Il y a peu de chances que ce soit là le résultat d'un recul des risques au niveau mondial. Il semble plutôt que les intervenants de marché soient désormais persuadés de la pérennité de conditions monétaires très avantageuses. Il se peut toutefois que les banques centrales aient rendu les marchés plus confiants qu'elles ne le souhaitaient, et que les intervenants n'envisagent qu'un éventail très restreint de scénarios possibles. Un tel excès d'assurance est dangereux. Il peut encourager une prise de risque excessive, et intensifier les pressions exercées sur les banques centrales pour qu'elles retardent la normalisation.

Le second défi concerne les répercussions internationales de la politique monétaire. De nombreuses économies de marché émergentes ont été confrontées aux retombées de la vague de liquidation qui a balayé les marchés obligataires mondiaux l'an dernier. Certains de ces effets rappellent des épisodes précédents de tensions sur les marchés émergents – par exemple, les fortes pressions sur les taux de change et la vulnérabilité exacerbée des économies qui avaient des fondamentaux peu solides. Mais d'autres aspects sont nouveaux, comme l'intensité des interactions entre les marchés obligataires nationaux des économies émergentes. On voit là le résultat du passage de l'intermédiation bancaire à l'intermédiation de marché qui s'est produit ces dernières années – une évolution qui peut avoir une incidence sur la stabilité financière en phase de normalisation monétaire. Il nous reste à découvrir quel type de boom – bancaire ou de marché – présente le plus de risques. Hyun Shin reviendra tout-à-l'heure sur cette « deuxième phase de la liquidité mondiale », et le chapitre IV du Rapport annuel traite de ces questions.



La prise en compte des répercussions de la politique monétaire est une responsabilité partagée. Les économies avancées doivent mieux appréhender les mécanismes internationaux de transmission et de rétroaction résultant de conditions monétaires très accommodantes, et les intégrer dans leurs décisions. Pour ce faire, il ne faut pas se contenter d'évaluer les effets en retour des politiques nationales sous l'angle des fluctuations de change et des échanges commerciaux. Il faut aussi prendre clairement la mesure des interdépendances et des expositions financières, ainsi que de l'impact des décisions de politique monétaire sur les marchés. Les économies de marché émergentes, quant à elles, ne peuvent pas se soustraire aux chocs mondiaux, mais elles peuvent atténuer leurs propres vulnérabilités macroéconomiques et financières. À cet égard, il est vital de faire face aux risques que comportent les stades avancés du cycle financier national.

J'en arrive ainsi à la question du taux d'inflation obstinément inférieur à son objectif, et de ses implications pour la normalisation monétaire. Certes, un contexte de faible inflation et de faible croissance n'est pas avantageux pour ceux qui ont beaucoup emprunté. Mais permettez-moi de formuler ici deux remarques. Premièrement, si l'on en juge par les projections des banques centrales et le bon ancrage des anticipations en matière d'inflation à long terme, le risque de pressions désinflationnistes persistantes et autoalimentées est faible. De plus, tout porte à croire que les pressions à la baisse sur l'inflation reflètent, au moins en partie, des effets positifs du côté de l'offre dans l'économie mondiale. L'intensification de la concurrence sur les marchés des biens et, de plus en plus, sur les marchés des services réduit la marge d'augmentation possible des prix, et les poussent peut-être même à la baisse. Le Rapport annuel de cette année explique l'influence importante que ces facteurs mondiaux exercent sur l'inflation au sein des pays. Toutes ces considérations laissent penser qu'une grande incertitude entoure les projections d'inflation. Des recherches doivent être menées sur cette nouvelle dynamique de l'inflation, sur le rôle grandissant des facteurs internationaux et sur la sensibilité décroissante à l'écart de production au niveau national.

Deuxièmement, le bas niveau des taux d'inflation dans le monde signale aussi que, au sortir d'une récession de bilan, la politique monétaire est généralement beaucoup moins efficace pour stimuler la demande que lors d'une reprise normale. Ce phénomène est illustré par le net découplage entre des conditions financières très accommodantes, d'un côté, et l'investissement léthargique des entreprises, de l'autre. Par conséquent, il importe de regarder d'un œil critique ce que la politique monétaire peut réalistement accomplir aujourd'hui. Après des années de détente monétaire, il ne faut pas négliger les risques d'une normalisation trop tardive.

### Troisième transition : vers un système financier plus fiable

Des progrès appréciables ont été accomplis sur la voie menant à un système financier plus résilient. Les banques commencent à retrouver des forces. Elles ont, en moyenne, reconstitué leurs fonds propres de manière à respecter des normes réglementaires plus exigeantes. C'est en particulier grâce au raffermissement de leurs bénéfices qu'elles ont pu consolider leur base de fonds propres (graphique 4).

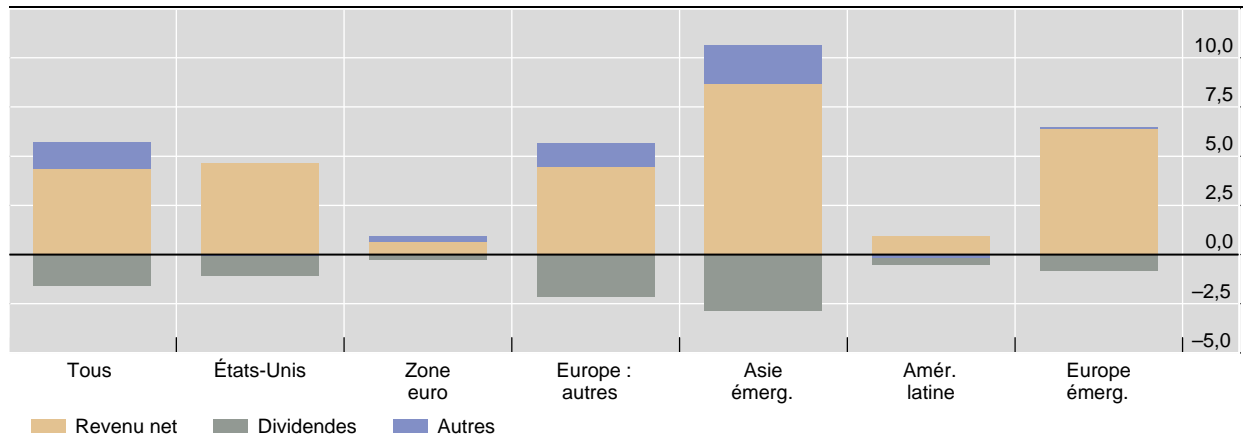
Mais des fragilités et des incertitudes subsistent par endroits, surtout en Europe. Malgré une amélioration de la rentabilité globale, de nombreux établissements sont encore confrontés à un niveau élevé d'endettement des États et des ménages. Les notes intrinsèques des banques demeurent médiocres. Les investisseurs continuent de s'interroger sur la qualité des actifs. Ailleurs, dans certaines économies qui ont échappé aux pires effets de la crise, des booms financiers ont créé de nouvelles vulnérabilités.



## La rétention des bénéfices renforce les ratios réglementaires des banques<sup>1</sup>

Sources des fonds propres des banques, variation entre fin 2009 et fin 2013, en pourcentage

Graphique 4



<sup>1</sup> Tous les chiffres sont des moyennes pondérées sur la base du total de l'actif à fin 2013.

Sources : B. Cohen et M. Scatigna, *Banks and capital requirements: channels of adjustment*, BIS Working Papers, n° 443, mars 2014 ; Bankscope ; Bloomberg.

L'adoption de nouveaux instruments et politiques prudentiels peut atténuer ces risques. En Europe, l'examen de la qualité des actifs, la réalisation de tests de résistance rigoureux et la mise en place d'un superviseur unique offrent une occasion sans précédent de restaurer la confiance dans le système bancaire, et d'éliminer ainsi l'un des obstacles majeurs au raffermissement de la croissance, surtout dans les pays frappés par la crise. Les instruments macroprudentiels sont maintenant utilisés de manière plus intensive. Bâle III a instauré un volant contracyclique pour les banques, dans le contexte d'une tendance plus générale à la mise en place de cadres macroprudentiels nationaux. Les économies émergentes ont eu recours à d'autres outils pour renforcer la résilience des banques. Mais on ignore encore si ces mesures peuvent être efficaces pour modérer les risques propres aux stades tardifs des cycles financiers. Les mesures prudentielles ont besoin de l'aide de la politique monétaire.

D'importants travaux réglementaires sont en passe d'être achevés. L'attention se porte maintenant sur la concordance de l'application et sur le suivi des effets, voulus ou non, de ces initiatives. Le champ couvert est large : exigences de fonds propres et de liquidité, problématique des établissements « trop grands pour faire faillite », régimes de résolution des défaillances, infrastructures des marchés financiers et système bancaire parallèle. Il importe désormais de mettre davantage l'accent sur une supervision rigoureuse.

Cependant, pour être fiable, un système financier ne doit pas seulement être résilient. La résilience est le point de départ, mais je voudrais mentionner d'autres éléments clés.

Le premier est la confiance dans le système de gestion des risques des banques, depuis la culture du risque jusqu'aux modèles de risques eux-mêmes. La grande variabilité des montants déclarés pour les actifs pondérés des risques laisse penser qu'il demeure une grande marge de divergence dans l'application des règles, voire des possibilités de détournement. Ce problème peut être atténué par une réglementation rigoureuse. En renforçant les contraintes relatives aux hypothèses de modélisation, on peut améliorer la comparabilité et limiter les possibilités d'arbitrage. Correctement calibré, le ratio de levier Bâle III peut offrir un filet de sécurité crédible en complétant les ratios pondérés des risques. Enfin, pour autant qu'elles soient appliquées de façon uniforme à l'échelle mondiale, les normes réglementaires minimales peuvent réduire le risque de fragmentation entre pays et améliorer la crédibilité. Mais aucune réglementation, qu'elle soit simple ou complexe, ne dispense d'effectuer un



contrôle proactif, rigoureux et exhaustif. C'est en effet le meilleur moyen de s'assurer que de solides volants de liquidité et de fonds propres sont en place. Et c'est un bon moyen d'encourager une culture du risque empreinte de prudence, qui autorise la diversité et la sensibilité au risque, mais qui prévienne et pénalise toute tentative de contournement de la réglementation.

Deuxièmement, et de façon plus générale, la fiabilité du système financier est tributaire de la confiance du public. Or, cette confiance a été entamée, à plusieurs reprises, par des allégations de manipulation sur certains marchés financiers. Il faut restaurer la confiance pour que le système financier fonctionne comme il devrait.

Troisièmement, un système financier fiable doit être au fait de l'évolution incessante des marchés financiers et de l'émergence de risques nouveaux. J'ai déjà indiqué qu'il fallait approfondir l'analyse de la nature des booms financiers résultant des activités de marché, dans lesquels le comportement d'établissements à faible levier financier, comme les sociétés de gestion d'actifs, sont à même de déclencher des tensions financières. Les incitations auxquelles obéissent ces investisseurs pourraient se traduire par une amplification de la dynamique de marché qui serait brutale, non linéaire et apparentée à un effet de levier.

## Il est temps de sortir de l'ombre de la crise

Le temps est venu de nous affranchir de la crise. Le raffermissement de la croissance offre l'occasion de mettre en place des réformes structurelles et de redresser les bilans. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces initiatives soient accueillies avec enthousiasme, mais elles peuvent en valoir la peine, même à court terme, si elles contribuent à restaurer la confiance.

Le moment est venu parce que, si ces transitions sont différées, des risques vont apparaître. Un premier risque est celui de la dominance financière : retarder l'adoption de mesures par crainte de susciter la volatilité sur les marchés et la fragilité financière. Une deuxième menace est celle de la dominance budgétaire : des pressions visant à perpétuer la détente monétaire afin de soutenir des niveaux d'endettement élevés. Et un troisième risque est celui de la dominance des anticipations : des attentes irréalistes quant à ce que les banques centrales peuvent accomplir. Si l'une de ces transitions n'est pas réussie, la montée des risques financiers et macroéconomiques sera le lourd prix à payer.

Pour maîtriser ces trois transitions, une étroite coopération internationale est la clé de la réussite. Après la crise, Bâle III est devenu synonyme de collaboration fructueuse en matière de réglementation financière, ce qui a favorisé une coopération plus intense dans d'autres domaines. L'année écoulée nous a rappelé que les actions des autorités au niveau national avaient de plus en plus souvent des répercussions à l'échelle mondiale. C'est déjà évident pour les principales économies avancées, mais c'est de plus en plus vrai, aussi, pour les grandes économies de marché émergentes. Il est donc plus important que jamais de mieux comprendre comment, dans ce monde hautement intégré, les actions des uns produisent des effets sur les autres. La BRI, pour sa part, se tient prête à encourager cette coopération dans le domaine de la stabilité monétaire et financière.