



Réalignement mondial et rééquilibrage des politiques publiques

Allocution de Jaime Caruana

Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

Assemblée générale ordinaire de la BRI

tenue à Bâle le 26 juin 2016

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à cette présentation du *86^e Rapport annuel* de la BRI, par lequel nous entendons contribuer, aux côtés des autorités, du secteur privé et du monde universitaire, aux débats actuels sur l'économie mondiale. Nous replaçons ces débats dans une perspective à moyen terme, centrée sur les tendances qui sous-tendent l'économie mondiale.

Avant d'aborder ma présentation, j'aimerais faire un bref commentaire sur l'issue du référendum au Royaume-Uni, qui a donné lieu à une forte volatilité sur les marchés financiers.

Le secteur privé et les banques centrales ont mis en place des plans d'action détaillés pour gérer les perturbations sur les marchés financiers. Dans le secteur privé, le renforcement des volants de fonds propres et de liquidité a rendu les systèmes financiers plus résilients face à de telles perturbations. Les banques centrales ont déjà fait savoir qu'elles suivaient de près la situation et qu'elles se tenaient prêtes à prendre les mesures nécessaires pour assurer le bon fonctionnement des marchés. Par le passé, les banques centrales ont su réagir rapidement ; elles peuvent le faire à nouveau, car elles disposent des outils nécessaires.

Il est probable qu'une période d'incertitude et d'ajustement nous attend. Le Royaume-Uni est étroitement intégré à l'économie mondiale, et il héberge l'une des premières places financières au monde. Une bonne coopération à l'échelle mondiale permettra, j'en suis sûr, de limiter les incertitudes et de procéder aux nécessaires ajustements aussi bien que possible.

Revenons-en à notre Rapport annuel et à sa perspective à moyen terme. L'un des principaux thèmes de ce rapport est le réalignement qui s'opère dans l'économie mondiale – un processus qui doit désormais intégrer l'ajustement supplémentaire que je viens d'évoquer. Je voudrais aborder, en particulier, les risques qui se sont accumulés au fil du temps, et certaines priorités qui découlent du rééquilibrage des politiques publiques que nous recommandons. L'important est que, plus que jamais, la politique monétaire doit pouvoir s'appuyer sur les politiques prudentielles, budgétaires et structurelles.

Après ma présentation, Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique, et Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, développeront certains de ces points.

Un réalignement mondial

Depuis notre dernière Assemblée générale ordinaire, l'expansion de l'économie mondiale se poursuit – de fait, elle se porte mieux que ne les laisseraient penser certains discours ou impressions. Certes, la croissance mondiale demeure inégale et inférieure à son niveau d'avant la crise, mais, si l'on tient compte des tendances démographiques, elle est légèrement supérieure à sa moyenne de long terme. La création

d'emplois est relativement robuste et, dans plusieurs grandes économies, la croissance dépasse même son potentiel.

Pourtant, l'économie mondiale donne une impression d'ajustement inachevé et de confiance fragile. Quant aux taux d'intérêt, ils ont encore diminué. La proportion d'obligations d'État qui se négocient à des rendements négatifs a atteint de nouveaux records. Avant même les perturbations de ces derniers jours, les taux de change et les prix des produits de base avaient déjà enregistré de vives fluctuations.

Ces évolutions peuvent être envisagées comme un réalignement en cours dans l'économie mondiale, qui est apparu encore plus clairement sur l'année écoulée. Dans le Rapport annuel, nous affirmons que ce réalignement est le reflet des interactions entre plusieurs facteurs de long terme sous-jacents.

Permettez-moi de développer mon raisonnement. Depuis la crise, il s'est produit un enchaînement d'épisodes d'expansion et de contraction financière : dans les économies avancées qui étaient au cœur de la crise, le secteur privé s'est peu à peu attelé à son désendettement, tandis qu'ailleurs, il s'est réendetté de plus belle. Des signes de booms financiers intenable ont commencé à apparaître, en particulier dans les économies de marché émergentes (EME). Ils suivent le même schéma que lors des précédents épisodes : forte hausse du crédit et des prix de l'immobilier, associée à une envolée des emprunts en devises.

Les fluctuations de change et les prix des produits de base ont contribué à alimenter ces booms. La dynamique est bien connue : la croissance économique soutenue dans les EME à forte intensité d'énergie a poussé les prix des produits de base à la hausse. Le niveau élevé des prix a alors accentué les booms financiers. L'appréciation des monnaies a donné l'impression que les bilans des entreprises des EME étaient plus solides, provoquant une baisse des primes de risque de crédit. Dans un contexte de liquidité mondiale abondante, il est devenu très facile et peu onéreux d'emprunter en devises, et surtout en dollar. Le Rapport annuel analyse en détail ce que nous appelons le « canal de la prise de risque » eu égard aux taux de change. Hyun Song Shin reviendra sur ce point dans sa présentation.

Sur l'année écoulée, toutefois, ces différents mouvements ont commencé à s'inverser. Dans plusieurs EME, les cycles financiers arrivent à maturité. La croissance ralentit. Les prix des produits de base diminuent. Et l'appréciation du dollar, stimulée par le resserrement effectif et attendu de la politique monétaire aux États-Unis, a durci les conditions de financement, en particulier pour ceux qui s'étaient lourdement endettés en dollar. Cette évolution des conditions de marché interagit avec l'historique de vulnérabilités accumulées au fil du temps.

Un trio de risques

Cette année, notre Rapport annuel analyse trois sources de menaces sous-jacentes. Les cycles financiers constituent le moteur commun de ce « trio de risques » :

- Le premier risque réside dans l'accroissement des niveaux de dette. Il s'agit là tant de la dette privée, principalement dans les EME, que de la dette publique, qui augmente, cette fois dans les économies avancées, parce que les gouvernements tentent d'amortir les répercussions économiques de l'épisode de contraction.
- La deuxième source de risque est la baisse de croissance de la productivité. Le ralentissement de la croissance de la productivité est un processus complexe impliquant de nombreux facteurs. Les cycles financiers en sont un. Ils attirent des volumes excessifs de ressources vers des secteurs en expansion mais à faible croissance de productivité, comme la construction. En phase de contraction, il faut ensuite du temps pour que ces ressources se réorientent vers des usages plus productifs. Nos analyses indiquent que ces effets peuvent être profonds et persistants.



- Le troisième facteur de risque est le rétrécissement de la marge de manœuvre des politiques publiques, qui est provoqué par les réponses asymétriques et déséquilibrées apportées par les pouvoirs publics. Ainsi, les mesures adoptées n'ont pas contré les booms du crédit, du moins pas suffisamment, alors qu'elles ont apporté un assouplissement persistant en phase de contraction.

Ce trio a donné lieu, à son tour, à trois menaces principales. La première est l'instabilité économique résultant de la venue à maturité des cycles financiers et du resserrement de la liquidité mondiale. Des signes en ce sens sont apparus au second semestre 2015 et début 2016, lorsque les emprunts en devises des EME ont atteint des sommets et que les conditions de crédit se sont durcies. Ces épisodes de tensions et de volatilité sur les marchés montrent qu'il subsiste des vulnérabilités sous-jacentes.

Certes, les EME aujourd'hui sont plus résilientes face aux événements extérieurs. Leurs cadres macroéconomiques sont plus solides, leurs infrastructures financières et dispositions réglementaires se sont améliorées, et leurs taux de change flexibles sont associés à de confortables réserves en devises. Mais, dans certaines de ces économies, la dette a augmenté beaucoup plus fortement que par le passé. Les EME pèsent plus lourd qu'auparavant dans l'économie mondiale et y sont intégrées plus étroitement au travers de liens commerciaux et financiers, ce qui signifie que toute tension dans ces pays peut avoir un impact mondial plus marqué que par le passé.

La deuxième menace concerne la persistance de taux d'intérêt extrêmement bas. Des taux aussi faibles ont tendance à réduire les primes de risque et à exagérer la valorisation des actifs. De ce fait, les prix des actifs deviennent plus vulnérables à une inversion de tendance. En demeurant aussi faible, voire négatif, aussi longtemps, le niveau des taux d'intérêt érode les marges d'intérêt nettes des banques, aggrave les décalages de rendement des compagnies d'assurance, et alourdit les engagements des fonds de pension. Avec le temps, tous ces phénomènes peuvent exercer des effets délétères sur l'économie réelle. Qui plus est, des taux négatifs peuvent ébranler la confiance des ménages et exercer, sur les comportements d'épargne et d'investissement, une influence qui est difficile à prévoir.

Tandis que leur marge de manœuvre se rétrécit, les autorités risquent de perdre la confiance du public, ce qui constitue la troisième menace. Des attentes irréalistes quant à la croissance et à la capacité des politiques actuelles à soutenir la croissance mondiale peuvent susciter déception et perte de confiance.

Quelle est la voie à suivre ?

Il est nécessaire de rééquilibrer les politiques publiques pour s'orienter vers une expansion plus robuste et durable, et remédier aux vulnérabilités qui se sont accumulées. Ce rééquilibrage suppose un renforcement du rôle des politiques prudentielles, budgétaires et structurelles. Lorsque l'économie ou le système financier subit de nouveaux chocs, cela ne remet pas fondamentalement en cause la nécessité d'un tel rééquilibrage. De tels chocs peuvent rendre la tâche plus complexe, mais aussi plus nécessaire.

Dans une perspective à moyen et long terme, il nécessite un cadre macrofinancier cohérent qui incorpore systématiquement les considérations de stabilité financière dans l'analyse et l'action publique. L'élaboration d'un tel cadre est, de toute évidence, une tâche ardue.

La nouvelle édition du Rapport annuel propose de nouveaux éléments d'analyse à cet égard et examine les objectifs prioritaires pour les politiques menées actuellement. Mes remarques portent avant tout sur les politiques prudentielles, budgétaires et monétaires. Les réformes structurelles, quant à elles, n'ont rien perdu de leur importance. En effet, ces mesures, spécifiques aux pays, améliorent la productivité et permettent une réallocation plus souple des ressources, ce qui constitue une composante essentielle d'une croissance robuste et soutenue.

La politique prudentielle a déjà fait l'objet de grandes avancées. Les principales priorités, dans ce domaine, consistent à établir la version définitive du dispositif Bâle III et à consacrer davantage de



ressources à la concordance dans la mise en œuvre, à la supervision et à un suivi attentif des conséquences. Les exigences de fonds propres ont été considérablement relevées et se situent désormais à des niveaux raisonnables¹. L'étape décisive consiste à conclure les travaux, en s'assurant que les fonds propres reflètent les risques sous-jacents. Le débat public a tendance à sous-estimer le soutien que les modifications de la réglementation peuvent apporter à l'économie. Une solide situation des fonds propres va de pair avec une offre de crédit plus abondante et une liquidité robuste. Hyun Song Shin reviendra sur ce point dans quelques instants.

Une deuxième priorité résulte de ce qui précède. Dans les pays frappés par la crise, il convient de mener à bien l'assainissement des bilans et de restaurer les bases d'une rentabilité soutenue pour les banques. Dans les pays où l'expansion financière est plus avancée, il est essentiel de prendre des mesures précoces pour renforcer les défenses.

En ce qui concerne la politique monétaire, la persistance d'un degré exceptionnel d'accommodation continue de poser d'importantes questions. Un facteur particulièrement difficile est le taux d'inflation, qui demeure obstinément faible en dépit des mesures sans précédent adoptées par les banques centrales. Notre Rapport annuel avance que, outre le bas niveau des prix du pétrole et au-delà de facteurs cycliques, la faiblesse de l'inflation reflète en partie des facteurs séculaires positifs relevant de l'offre, qui ont rendu plus ténu le lien existant entre l'inflation et le degré de sous-utilisation des capacités. Le développement des chaînes de valeur mondiales en est un exemple. Ainsi, un produit tel qu'un téléphone portable peut contenir des pièces provenant de nombreux pays, et il peut même avoir été partiellement assemblé dans différentes parties du monde. Cela implique que la réduction des coûts résultant de l'innovation au niveau mondial se transmet plus rapidement qu'auparavant aux prix sur les marchés intérieurs. Si cette évolution est positive pour les consommateurs, elle peut néanmoins contribuer à ce que l'inflation demeure en deçà de l'objectif visé par les banques centrales.

Cette année, le Rapport annuel contribue aux débats sur deux autres sujets : la meilleure manière de contrer les phases d'expansion-contraction, et les taux d'intérêt d'équilibre. Nos travaux laissent penser qu'il y a tout à gagner à adopter un cadre d'action publique qui prenne systématiquement en considération la stabilité financière. L'accent est mis ici sur « systématiquement », c'est-à-dire pas seulement lorsque des signes de booms financiers intenable commencent à apparaître, mais aussi bien en phase de vive expansion qu'en période de forte contraction. Dans sa présentation, Claudio Borio développera certains de ces points.

Pour ce qui est de la politique budgétaire, renforcer les fondements d'une croissance durable exige des actions ciblées, tout en évitant une dynamique de la dette déstabilisante. Les questions relatives à la marge de manœuvre restante sont donc particulièrement importantes pour la politique budgétaire. Dans les EME, la situation budgétaire s'est considérablement affaiblie, en particulier pour les pays exportateurs de produits de base. Dans les économies avancées, les taux d'intérêt actuels permettent de soulager les budgets, mais les incertitudes quant à la marge de manœuvre budgétaire sont loin d'être négligeables. Notre Rapport annuel illustre l'ampleur des divergences qui peuvent exister entre différentes estimations de cette marge. Ces incertitudes appellent à la prudence lorsqu'il s'agit d'interpréter la marge de manœuvre budgétaire. Si l'on approche des limites, cela peut déclencher une perte de confiance des marchés qui risque de s'avérer difficile à inverser.

En matière de politique budgétaire, un certain nombre de mesures positives pourraient être adoptées. L'une consisterait à améliorer la qualité de la dépense publique, en déplaçant le curseur pour l'éloigner des transferts courants et le rapprocher de l'investissement dans le capital physique et humain. Une autre serait de réaliser les investissements nécessaires dans les infrastructures, pour autant qu'une gouvernance appropriée soit en place. Enfin, une dernière série d'actions critiques viserait à soutenir l'assainissement des bilans et compléter les réformes structurelles.

¹ Chapitre VI.



Au-delà de ces considérations, il importe d'envisager la politique budgétaire comme faisant partie intégrante d'un cadre de stabilité macrofinancière. Un chapitre entier de notre Rapport annuel est consacré à ce sujet. Le lien entre politique budgétaire et stabilité financière est à double sens.

D'une part, pour protéger les États contre les cycles financiers, il faut que les effets des booms financiers soient dûment intégrés aux soldes budgétaires. Par exemple, la hausse des recettes fiscales engrangées durant un boom de l'immobilier ne devrait pas être interprétée comme une amélioration permanente de la situation budgétaire.

D'autre part, la faiblesse des finances publiques peut avoir des effets considérables sur la stabilité financière. Les expositions souveraines des banques étant souvent élevées, il peut en résulter des interactions négatives entre risques bancaires et risques souverains en périodes de tensions. Une approche prudentielle plus équilibrée, reconnaissant le risque qui s'attache à la dette publique, atténuerait cette spirale d'amplification et signalerait qu'aucun actif ne peut être considéré comme véritablement exempt de risque de défaut.

Au sujet des banques centrales

Permettez-moi de conclure par quelques remarques au sujet des banques centrales.

Le rééquilibrage des politiques publiques et l'amélioration des cadres d'action sont assortis d'enjeux importants pour les banques centrales. Comme l'ont confirmé les dernières années, ces institutions sont devenues indispensables. Grâce à leur indépendance, dans les limites de leur mandat, les banques centrales ont pu agir avec détermination face à la crise financière. À ce moment là, cette détermination leur a permis de remettre l'économie mondiale sur le chemin de la reprise.

Pourtant, le fardeau extraordinaire qu'elles portent depuis la crise génère des tensions croissantes. Les marchés et le grand public sont de plus en plus dépendants des banques centrales, et ont accru leurs attentes à leur égard. Ainsi, ils comptent sur elles pour restaurer le plein emploi, assurer une croissance soutenue, préserver la stabilité des prix et rendre le système financier invulnérable. Or, il s'agit là de défis de taille, que les banques centrales ne peuvent pas relever seules.

D'ailleurs, les mesures exceptionnelles prises pour stimuler l'économie mondiale ont parfois touché aux limites des fonctions de ces institutions. La frontière entre mesures monétaires et budgétaires est de plus en plus floue.

Les banques centrales fonctionnent au mieux lorsqu'elles se concentrent sur leur domaine de compétence et d'excellence : atteindre leurs objectifs de stabilité monétaire et financière. Davantage de réalisme et de clarté quant à ce que les banques centrales peuvent et ne peuvent pas accomplir les aiderait à recentrer leur attention sur ces domaines. La clé, pour ce faire, est un cadre institutionnel qui distingue clairement leurs missions de celles des autres responsables des politiques publiques. La politique monétaire doit œuvrer aux côtés des politiques prudentielles, budgétaires et structurelles dans le cadre de ce rééquilibrage auquel nous appelons aujourd'hui. L'indépendance des banques centrales, alliée à la transparence et à la responsabilité, est plus importante que jamais.

Je vous remercie de votre attention.