



Il est temps d'allumer tous les moteurs

Allocution d'Agustín Carstens

Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

Assemblée générale ordinaire de la BRI

Bâle, le dimanche 30 juin 2019

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous présenter aujourd'hui le *Rapport économique annuel* de la BRI. Notre thématique centrale est la recherche d'une trajectoire vers un horizon économique dégagé. Mes commentaires porteront sur la situation actuelle de l'économie mondiale, les perspectives, les risques et, surtout, la nécessité d'un meilleur équilibre entre les politiques publiques.

Après une décennie de politiques monétaires extraordinaires qui ont porté leurs fruits et permis de restaurer la croissance mondiale, nous observons depuis l'année dernière un ralentissement du rythme de l'expansion. Si les perspectives à court terme demeurent positives, de nombreuses vulnérabilités pointent à plus long terme. Pour que l'économie mondiale continue de tracer sa voie vers un horizon dégagé, d'autres politiques doivent jouer un plus grand rôle et les responsables de ces politiques doivent adopter une perspective de plus longue échéance. Il faut notamment un meilleur dosage entre la politique monétaire, la politique budgétaire, les mesures macroprudentielles et les réformes structurelles. Tracer la voie vers un horizon dégagé nécessite également d'équilibrer rapidité et stabilité, et de garder du carburant pour affronter de possibles vents contraires. Cela importe d'autant plus que nous faisons face aujourd'hui à de nombreux risques et incertitudes.

L'économie mondiale croît, mais des risques et des vulnérabilités demeurent

Je vais maintenant résumer notre évaluation des évolutions économiques sur l'année écoulée, ainsi que nos perspectives.

L'économie mondiale a manifestement ralenti durant les douze derniers mois. Ce ralentissement était en partie prévisible. En 2017, la croissance mondiale avait largement dépassé le potentiel et l'économie était donc appelée à connaître une décélération par rapport à ce rythme inhabituel. Une partie du ralentissement était toutefois imprévue, et due à certains obstacles qui ont fortement pesé sur la performance des échanges et du secteur manufacturier.

Un premier obstacle a trait aux tensions commerciales en cours et aux incertitudes quant à l'avenir du système commercial multilatéral, qui agissent comme un puissant frein sur l'économie mondiale. Si les tensions commerciales pèsent sur la demande future et assombrissent les perspectives d'investissement, elles soulèvent aussi des questions quant à la viabilité des structures actuelles de chaîne



d'approvisionnement et à l'avenir même du système commercial mondial. Il convient de rappeler que les guerres commerciales ne font aucun gagnant mais seulement des perdants.

Un second obstacle tient à certaines évolutions en Chine, où les autorités ont cherché à assurer le nécessaire désendettement de l'économie tout en rendant la croissance plus soutenable. Compte tenu du poids et des interconnexions de la Chine dans l'économie mondiale, le ralentissement s'est rapidement propagé à travers le monde. Ici aussi, les chaînes de valeur mondiales ont agi comme un puissant canal de transmission.

Certains signes restent de relativement bon augure pour les perspectives à court terme. Les services ont résisté, tandis que la croissance solide et continue de l'emploi et le dynamisme des hausses de salaire ont soutenu la consommation. Dans de nombreuses économies qui s'étaient trouvées au cœur de la Grande crise financière, le crédit et les conditions financières soutiennent toujours l'activité économique, notamment aux États-Unis. En outre, grâce aux réformes de l'après-crise, la majorité des banques d'envergure mondiale sont beaucoup mieux capitalisées.

Les banques centrales ont contribué à soutenir la dynamique ces derniers mois, en adaptant leur approche à mesure que de nouvelles informations arrivaient. L'inflation est restée très contenue, bien que de nombreuses économies atteignent ou avoisinent les estimations standard de production potentielle, et alors que le chômage atteint des points bas record.

Un certain nombre de facteurs pèsent toutefois sur la croissance. À tout prendre, le ralentissement semble plutôt s'aggraver et s'étendre depuis que le Rapport a été mis sous presse. On observe des signes d'un fléchissement de la consommation et de l'investissement. Par ailleurs, il existe des risques non négligeables à court terme. En particulier, les tensions commerciales qui ont contribué au ralentissement pourraient connaître une nouvelle poussée. Entre autres menaces figurent les risques en termes d'économie politique dans certains pays. En Chine, le désendettement n'est pas terminé. Et si l'on peut se référer à l'expérience passée, la phase de contraction des cycles financiers qui est en cours dans de nombreux pays devrait entraver la croissance mondiale.

Point important, après une période prolongée de conditions financières accommodantes, de nombreuses vulnérabilités se sont accumulées et pourraient dévier l'économie mondiale de sa trajectoire.

L'une de ces vulnérabilités tient à la dette des ménages dans nombre d'économies avancées, en particulier celles qui n'ont pas été directement affectées par la Grande crise financière. Cette dette, qui atteint des niveaux historiquement élevés, réduit la capacité des ménages à tirer l'activité économique.

Autre vulnérabilité, le secteur des entreprises dans un certain nombre de pays avancés donne d'évidents signes de surchauffe. Après une forte croissance, le marché des prêts à effet de levier atteint désormais 3 000 milliards de dollars, soit une taille comparable à celle des titres garantis par des créances qui avaient exacerbé la crise des « subprime ». Les produits structurés tels que les titres de créance garantis par des prêts ont fortement augmenté. Les critères de crédit ont diminué, sous l'effet de la quête de rendement des investisseurs. Si le secteur des prêts à effet de levier devait se détériorer, l'impact économique pourrait être amplifié au travers du système bancaire et d'autres parties du système financier détenant ce type de prêt ainsi que des CLO. Des ajustements de prix abrupts et des tensions sur le financement pourraient se produire. Ces risques devraient être considérés dans le contexte de la dégradation à long terme de la qualité de crédit et du niveau généralement élevé de l'endettement des entreprises dans de nombreuses économies avancées.

Le fort taux d'endettement est aussi synonyme de vulnérabilités dans un certain nombre d'économies de marché émergentes (EME). Dans certains cas, ces fragilités concernent les ménages. Plus souvent, elles affectent les entreprises, notamment parce que la dette en devises a fortement augmenté depuis la crise. Les vulnérabilités actuelles reflètent en partie les effets de contagion des politiques monétaires accommodantes prolongées dans les économies avancées, les EME étant particulièrement sensibles aux inversions des flux de capitaux et aux variations des taux de change. Le Chapitre II du Rapport



analyse la manière dont les EME ont tenté de remédier à cette forte sensibilité en adoptant des pratiques de politique monétaire qui, à certains égards, ont dépassé la théorie communément admise. Plutôt que s'en tenir strictement au ciblage de l'inflation avec des taux de change flottants, elles ont associé ce ciblage à divers niveaux d'intervention sur les changes et à l'usage actif de mesures macroprudentielles. Elles jouissent donc d'un degré de liberté chèrement acquis pour mieux assurer la stabilité des prix, la stabilité macroéconomique et la stabilité financière. Cependant, les défis à venir ne doivent pas être sous-estimés.

Outre les spécificités propres à chaque pays, les banques d'un certain nombre de juridictions, même si elles disposent de davantage de fonds propres qu'avant la crise, font face à des problèmes de rentabilité. Les bénéfices constituent la première ligne de défense contre les pertes, de loin la première source de fonds propres des banques, et la base de leur capacité à prêter et à soutenir l'économie. Les faibles perspectives de rentabilité se reflètent dans le très bas niveau des valorisations des banques. Nombre d'entre elles n'ont pas encore réussi à restaurer pleinement leurs bilans et à adapter leurs modèles opérationnels. L'apparition de la concurrence des Big Tech, analysée dans le Chapitre III du Rapport, représente un défi supplémentaire pour les banques.

Si elles ne constituent pas encore des risques évidents pour la stabilité financière mondiale, ces vulnérabilités peuvent menacer la durabilité de l'expansion économique, d'autant plus que la dette globale – privée et publique – est très élevée à l'aune historique et s'est encore accrue au cours des dernières années. La trajectoire de l'économie mondiale devrait donc encore connaître des à-coups. Il convient de maintenir attachées les ceintures de sécurité, mais cela ne suffit pas. Pour s'acheminer de manière continue vers un horizon économique dégagé, nous devons conserver une vision de long terme adéquate et agir en conséquence.

Trouver la voie vers un horizon dégagé

L'année dernière, les grandes banques centrales avaient pris la voie de la normalisation au moyen d'un resserrement très progressif, et attendu, de leurs politiques monétaires, dans un contexte de croissance robuste. Compte tenu de l'affaiblissement des échanges mondiaux et de la chute des marchés financiers, ce processus a été mis en suspens. Les marchés financiers ont rapidement rebondi. D'autres chocs se sont produits et d'autres ajustements de politique monétaire ont eu lieu. Ces événements ont montré à quel point la trajectoire de normalisation est difficile à suivre, les marchés s'avérant très sensibles aux signes de resserrement monétaire. Toutefois, les décisions prises ces derniers mois ont également montré que les banques centrales pouvaient être agiles et répondre sans tarder aux événements en cours, dans le cadre de leurs mandats.

De quelle manière la politique monétaire devrait-elle répondre si l'activité économique devait connaître un affaiblissement plus prononcé que prévu ? Si la plupart des économies disposent encore d'une marge de manœuvre adéquate en termes de politique monétaire, les banques centrales, dans l'adaptation de leur politique, doivent réfléchir aux vulnérabilités que leurs actions immédiates pourraient créer. Le degré d'ajustement à court terme dépend de la manière dont on voit la possibilité de certains arbitrages intertemporels délicats.

Ceux-ci se produisent dans les situations où les mesures prises ont des effets assurément positifs à court terme, mais pourraient augmenter le risque d'effets indésirables à plus long terme. En matière de politique monétaire, ces arbitrages potentiels deviennent plus apparents lorsqu'il est nécessaire de rebâtir une marge d'action, que l'inflation reste résolument inférieure à l'objectif bien que les économies régionales fonctionnent à pleines capacités, que la croissance donne des signes d'affaiblissement et que des vulnérabilités financières se sont accumulées. Les banques centrales sont pleinement conscientes de la nécessité de trouver un équilibre. Il faut inévitablement faire preuve d'un degré élevé de discernement.



Dans ce contexte, les décisions peuvent différer selon les pays et les circonstances. Je vais évoquer les termes de ces arbitrages potentiels.

Les arguments en faveur d'une approche plus progressive sont clairs. La stabilité des prix, qui est le principal mandat des banques centrales, constitue naturellement une incitation à maintenir les politiques accommodantes, voire à les approfondir, étant donné que l'inflation est inférieure au niveau cible. À ceci est étroitement liée la nécessité de ramener les anticipations d'inflation à proximité de l'objectif. Cette approche est particulièrement séduisante lorsque les marchés financiers paraissent fragiles, comme cela a été le cas en fin d'année dernière, et qu'ils pourraient avoir un impact négatif sur l'économie. Plus les incertitudes sur les conditions du système financier et de la macroéconomie sont fortes, plus une stratégie progressive est tentante.

Dans le même temps, les bénéfices d'une telle stratégie pourraient être appréciés au regard de ses coûts et d'une moindre marge de manœuvre politique à l'avenir.

Les coûts potentiels s'expriment essentiellement au travers des canaux financiers. Les taux d'intérêt durablement faibles du point de vue historique tendent à comprimer les marges d'intérêt, à réduire les bénéfices et donc, à limiter la capacité des banques à accumuler des fonds propres pourtant essentiels à une économie productive. Des conditions financières très souples peuvent soutenir la croissance à court terme mais pourraient aussi accroître les vulnérabilités. En outre, des taux d'intérêt durablement bas peuvent réduire l'allocation efficace des ressources ainsi que la productivité.

Dans de telles circonstances, la marge de manœuvre future de la politique monétaire pourrait diminuer pour deux raisons. Par rapport à la normalisation qui, à moins qu'elle ne finisse par affaiblir l'activité économique, augmenterait cette marge de manœuvre, une approche plus progressive la réduirait directement. Plus subtilement, les effets secondaires des politiques très accommodantes pourraient eux-mêmes réduire la capacité de l'économie à résister à des taux élevés, rendant plus difficile toute normalisation.

Ces considérations mettent en lumière la difficulté à laquelle les banques centrales font face dans cet exercice d'équilibre. Le risque de ralentir jusqu'à la vitesse de décrochage doit être mis en balance avec celui de brûler trop vite le carburant. Plus généralement, ces considérations montrent que la politique monétaire ne peut pas être le moteur d'une croissance économique durable plus soutenue. Il est plus réaliste d'y voir un filet de sécurité.

Pour voir le ciel bleu au-delà des nuages, un dosage plus équilibré des politiques publiques est absolument nécessaire. Un seul moteur ne peut suffire à faire voler l'avion ; les quatre réacteurs doivent être allumés. La performance de l'économie reste fondée sur le soutien extraordinaire des banques centrales, alors même que la croissance reste solide. Il nous faut donc un meilleur équilibre entre la politique monétaire, la politique budgétaire, les politiques macroprudentielles et les réformes structurelles.

Les autorités budgétaires peuvent aider lorsqu'elles ont une marge d'action. Des facteurs tels que les niveaux de dette publique et privée détermineront l'opportunité de recourir à la politique budgétaire, ainsi que l'équilibre approprié avec la politique monétaire. Quand la situation se présentera, la politique budgétaire devrait être utilisée de manière judicieuse afin de soutenir une croissance durable, en alimentant la demande globale à l'aide de mesures ciblées et temporaires d'expansion. Ce faisant, il faut éviter le piège des politiques procycliques. Et bien souvent, il vaut mieux mener des réformes budgétaires structurelles, comme la réduction de l'inclination du système fiscal en faveur de la dette ou le renforcement des stabilisateurs automatiques.

Les mesures macroprudentielles peuvent être utiles elles aussi, en conférant un certain degré de liberté pour rapprocher la stabilité des prix, la stabilité macroéconomique et la stabilité financière à moyen terme, comme le montre le Chapitre II dans le cas des EME.



Les réformes structurelles sont essentielles. Pour difficile que cela soit politiquement, il est nécessaire de raviver les efforts visant à mettre en œuvre des politiques structurelles pour soutenir la croissance. Ces temps-ci, les politiques d'adaptation des économies aux évolutions technologiques et autres changements structurels rapides sont particulièrement importantes. La réponse réglementaire à la percée des Big Tech dans la finance, analysée dans le Chapitre III du Rapport, en est un exemple.

L'horizon pourrait se dégager, mais du chemin reste à faire. De nombreux risques et vulnérabilités existent et l'incertitude politique est forte. La trajectoire vers la normalisation a connu des écarts. Suivre un plan de vol soutenable nécessite de mettre enfin en marche les quatre moteurs de la politique publique plutôt que de recourir à court terme au turboréacteur. En adoptant une perspective à plus long terme, il est possible de mieux équilibrer les besoins présents et à venir.

Je passe maintenant la parole à Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique, et à Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, qui vont aborder plus en détail les questions traitées dans les chapitres spéciaux.