

## Face à un adversaire imprévu : le rôle crucial des banques centrales

Allocution d'Agustín Carstens  
Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

Assemblée générale ordinaire de la BRI  
Bâle, le mardi 30 juin 2020

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous présenter aujourd'hui la 90<sup>è</sup> édition du *Rapport économique annuel* de la BRI. Après vous avoir exposé son contenu dans les grandes lignes, je passerai la parole à Claudio Borio, Chef de notre Département monétaire et économique, qui évoquera de manière plus approfondie la réponse prudentielle à la pandémie. Ensuite, Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, expliquera dans le détail le rôle des banques centrales dans l'évolution des systèmes de paiement.

Le choc produit par la pandémie de Covid-19 a constitué un tournant : les mesures de confinement ont frappé l'économie de plein fouet, et les conséquences à long terme seront profondes.

Les banques centrales ont fait leur maximum. En tant que prêteurs en dernier ressort, elles ont réagi rapidement, permettant une stabilisation des marchés financiers, et ont agi de concert avec les autorités budgétaires afin d'amortir le choc. En assouplissant leur politique monétaire, et parfois en étoffant encore leur panoplie, elles ont apporté à l'économie mondiale une aide dont elle avait bien besoin, sauveguardant ainsi des entreprises et des emplois qui, sans cette intervention, auraient disparu sous l'effet des mesures de confinement.

Si l'économie mondiale semble se reprendre, beaucoup reste à faire. Le virus est loin d'être vaincu et de nombreux pays, en particulier ceux dont les défenses sont fragiles, n'en sont qu'au premier stade de leur combat contre l'épidémie. Il faudra ensuite gérer les problèmes de solvabilité, se préparer pour la reprise et adapter l'économie au monde de l'après-pandémie.

Mobilisées face à ces dangers immédiats, les banques centrales ne peuvent pas pour autant négliger d'autres priorités. Ainsi, le rôle qu'elles jouent dans l'établissement de fondations solides pour des paiements sûrs et efficaces s'avère d'autant plus essentiel dans cette ère d'évolutions technologiques rapides.

## Un adversaire imprévu

L'année 2020 figurera assurément dans les manuels d'histoire. Début janvier et jusqu'en février, les perspectives à court terme semblaient favorables ; puis, la pandémie de Covid-19 a frappé. Le monde entier n'avait pas connu de telles chutes de production depuis la Grande Dépression.

C'est cet arrêt brutal et planétaire qui confère son caractère unique à la crise actuelle : les mesures de confinement mises en œuvre à travers le monde ont paralysé à la fois l'offre et la demande, gelant la production de biens et de services. Le tourisme, le commerce de détail et les voyages ont été particulièrement affectés. Dans le même temps, les perturbations de l'offre et l'incertitude générale ont sapé l'investissement. En outre, les banques centrales ont fait face à ce choc dans un contexte de fragilités sous-jacentes et alors qu'elles disposaient d'une marge de manœuvre limitée.

Avant la pandémie, durant une période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt et de souplesse des conditions financières, des fragilités s'accumulaient, notamment dans le secteur financier non bancaire. J'avais observé l'an dernier que ces fragilités pourraient facilement faire dévier l'économie mondiale de sa trajectoire si un choc devait survenir. C'est malheureusement ce qui s'est produit à la faveur d'un choc particulièrement brutal.

Gérer une crise de cette envergure aurait constitué un immense défi dans n'importe quelles circonstances. La situation requérait agilité, audace et fermeté. Les banques centrales ont répondu présentes. La tâche s'est toutefois avérée d'autant plus difficile que la marge de manœuvre en termes de politique monétaire était réduite.

## Des réponses rapides et audacieuses

La gestion de crise fait partie des attributions d'une banque centrale. À certains égards tout au moins, l'épisode actuel présente des caractéristiques familières. La phase initiale de la crise, qui a affecté la liquidité, a été marquée par une fuite vers la sécurité. Le dollar s'est apprécié, les marchés d'actions ont chuté, les rendements souverains ont diminué et les primes de risque des entreprises sont montées en flèche. Si des fragilités sous-jacentes ont amplifié les turbulences, les banques centrales savaient ce qu'elles avaient à faire : il fallait réagir vite et avec force pour soutenir la liquidité.

Cette fois néanmoins, la crise, aggravée par l'effondrement des prix du pétrole, s'est transformée de manière inattendue en une ruée sur les liquidités. Lorsque la paralysie des marchés a menacé, les banques centrales sont rapidement intervenues, dépassant l'apport classique de liquidité aux banques pour aider directement et largement les marchés en achetant de la dette publique et d'autres titres dans des quantités inédites. Cette mobilisation générale a permis d'endiguer la crise de liquidité et de confiance.

Les effets de contagion ont, une fois de plus, été considérables. Les économies de marché émergentes (EME) ont subi un arrêt brutal des flux de capitaux, qui s'est révélé bien plus important que durant la Grande crise financière (GFC). Cependant, les anticipations d'inflation étant mieux ancrées, les banques centrales des EME ont pu abaisser leurs taux d'intérêt. Et pour la première fois, plusieurs d'entre elles ont joué le rôle de teneur de marché en dernier ressort sur les marchés locaux de la dette souveraine. De son côté, la Réserve fédérale a augmenté la taille de ses lignes de swaps, les mettant à disposition de davantage de pays, et offert une nouvelle facilité de pensions comme source de liquidité.

Le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrale a dû être adapté en temps réel. Celles-ci ont acheté des titres du secteur privé et élargi leurs programmes d'achats d'actifs à des instruments moins bien notés. De concert avec les autorités budgétaires, elles ont en outre financé directement les entreprises, augmentant la taille de leur bilan de manière plus rapide encore que durant la GFC.

À quelque chose malheur est bon, et la crise du Covid-19 en a, elle aussi, témoigné. Grâce aux réformes menées après la GFC, les banques l'ont abordée en bien meilleure forme : mieux capitalisées, et moins exposées à des difficultés de financement. Elles étaient donc mieux armées pour véhiculer des fonds vers les entreprises – les petites notamment. Par ailleurs, les autorités financières ont assoupli certaines exigences réglementaires, facilitant ainsi les prêts bancaires.

De leur côté, les autorités budgétaires ont réagi rapidement et massivement, apportant souvent l'essentiel du soutien aux ménages et aux entreprises. Agissant dans le cadre de leurs mandats, les banques centrales ont accompagné ces initiatives en abaissant leurs taux d'intérêt, en facilitant le financement de la dette publique, en assurant la relance monétaire, en établissant des programmes de financement au travers des banques et en préservant la liquidité des marchés.

L'objectif de toutes ces interventions était clair : soutenir l'économie, et en particulier les entreprises, afin qu'elles évitent la faillite et puissent reprendre leurs activités sans être trop affaiblies, et limiter ainsi les destructions d'emplois.

## Les banques ont relevé le défi, mais des risques demeurent

Sur bien des fronts, les banques centrales ont atteint leur objectif. Les marchés financiers se sont stabilisés, les marchés d'actions se sont rapidement repris et les primes de risque se sont resserrées. Les entreprises ont procédé à de nouvelles émissions à grande échelle. De nombreux défis restent cependant à relever.

Les marchés financiers se sont peut-être montrés excessivement confiants, dans la mesure où la crise et ses retombées n'en sont encore qu'à un stade précoce. Les perspectives économiques mondiales demeurent très incertaines. Les pays qui assouplissent aujourd'hui leurs mesures de restriction ont, au mieux, à peine surmonté le volet de la crise concernant les liquidités. Dans beaucoup d'autres, la crise sanitaire reste aiguë. Et nul n'est à l'abri d'une nouvelle flambée épidémique.

Surtout, le choc de solvabilité reste à venir. En la matière, le gros du travail reviendra aux autorités budgétaires. Les défaillances d'entreprises et les difficultés des ménages pourraient bien s'accroître. Le cas échéant, la fin du soutien budgétaire initial et l'expiration des moratoires sur la dette pourraient créer des effets de falaise qui placeront les banques à l'épicentre de la crise.

Les risques sont particulièrement élevés pour les économies de marché émergentes et les économies en développement, qui ont déjà subi un triple arrêt brutal : de leur activité économique intérieure, des flux de capitaux et, pour certaines, des exportations de matières premières et des envois de fonds de ressortissants expatriés. Dans bien des cas, la fragilité des systèmes de santé et l'ampleur du secteur informel aggravent la situation. Les arbitrages politiques sont plus ardues que dans la plupart des économies avancées, compte tenu du poids des contraintes extérieures et de la marge de manœuvre beaucoup plus restreinte aux plans budgétaire et monétaire. Mais surtout, la dette souveraine pourrait être affectée. Les agences de notation ont d'ailleurs déjà commencé à abaisser leurs notes.

## De nombreuses difficultés s'annoncent

Dans leur réponse à la crise, les banques centrales ont de nombreuses questions à traiter et de nombreux arbitrages à effectuer. J'en citerai quatre.

Premièrement, dans leur allocation de financements, les banques centrales ont dû s'engager dans un domaine qui est en temps normal du ressort du secteur privé. S'aventurer sur de nouveaux terrains comporte son lot de risques économiques et politiques. Certains secteurs importants pourraient ainsi

devoir subir des restructurations douloureuses mais nécessaires. Quel est la procédure la plus adéquate pour distinguer les entreprises viables de celles qui ne le sont pas ?

De manière générale, lorsque les banques centrales repoussent à raison les limites qui définissent traditionnellement leurs fonctions fondamentales, il peut être nécessaire de renforcer la transparence et d'instaurer d'autres garde-fous pour garantir que leur légitimité ne soit pas menacée.

Deuxièmement, la crise a accru davantage les interactions entre les politiques monétaire et budgétaire. Aujourd'hui, celles-ci se soutiennent mutuellement. Les banques peuvent abaisser les taux d'intérêt, stabiliser les marchés financiers à l'aide d'apports de liquidité et recourir à l'assouplissement quantitatif ou à d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire. De leur côté, les autorités budgétaires peuvent assurer la relance.

Les banques centrales ont simplifié la tâche aux responsables des finances publiques. Il ne saurait s'agir que d'une mesure de court terme, cependant, au regard du mandat qui leur est imparti. En outre, elle ne devrait concerner que les banques centrales qui se sont montrées à la hauteur de leur mandat en termes d'inflation. Rappelons que ce type de politique n'est possible qu'en raison de la crédibilité qu'ont acquise au fil des ans les banquiers centraux.

Bien que nécessaires, ces mesures pourraient finir par menacer l'indépendance des banques centrales et leur crédibilité. Compte tenu, en particulier, de l'ampleur de la réponse budgétaire, et de l'augmentation considérable de la dette publique qui s'ensuivra inévitablement, de nombreuses voix s'élèveront en faveur d'un maintien des coûts de financement à un niveau artificiellement bas et d'un recours à l'inflation pour réduire la valeur réelle de la dette souveraine, au moyen, potentiellement, d'une forme de répression financière. Lorsque la gestion de crise laissera place à l'impératif de stabilité des prix, il sera crucial que les banques restent indépendantes pour honorer leurs mandats, et agir en conséquence.

Troisièmement, dès que les conditions seront réunies, les banques centrales devront retrouver une marge de manœuvre en termes de politique monétaire. L'inflation finira par faire son retour. À mesure qu'augmenteront la capacité de fixation des prix des entreprises et l'emploi, des pressions sur les coûts d'approvisionnement se feront jour, entraînant une hausse des prix et, potentiellement, des effets de second tour. Conserver une longueur d'avance sera indispensable, ne serait-ce que parce que la souplesse des conditions financières produira de plus grandes fragilités.

Enfin, les banques centrales doivent continuer de soutenir la stabilité financière. En tant qu'organes de régulation et de contrôle, les banques centrales doivent mettre en balance l'utilisation des volants de fonds propres et la nécessité de soutenir l'économie, d'un côté, et la stabilité financière, de l'autre. Les banques centrales doivent aussi reconsidérer la taille et la conception de leurs systèmes financiers. Pour la deuxième fois en un peu plus de dix ans, elles ont corrigé l'impact des fragilités accumulées dans les segments non bancaires du système financier. Après avoir assuré le renforcement des banques après la GFC, elles doivent aujourd'hui veiller à ce que les acteurs non bancaires du système financier soutiennent au mieux l'économie réelle à moyen terme.

## L'évolution des systèmes de paiement requiert des fondations solides

En dépit de la gravité de la crise, les dysfonctionnements du marché ont été limités. C'est la preuve que les banques centrales jouent un rôle essentiel dans l'ancrage du système monétaire et financier. Elles assurent notamment la résilience des infrastructures de marché et de paiement.

À plus long terme, des défis attendent toutefois les systèmes de paiement. Les innovations numériques sont à l'origine d'une transformation radicale des services de paiement. Les progrès technologiques ont débouché sur de nouvelles méthodes de paiement et d'interfaces clients. Dernièrement, des acteurs non bancaires de premier plan ont fait leur entrée dans les services de paiement.

Certaines de ces tendances, telles que les paiements en ligne ou sans contact, se sont accélérées à la faveur de la crise sanitaire. Ces innovations, comme beaucoup d'autres, ont permis de réduire les coûts, de proposer des services plus commodes et d'augmenter l'accès aux paiements.

Mais la technologie à elle seule ne peut pas tout. En tant qu'émettrices de la monnaie – qui est, après tout, l'unité de compte de l'économie – les banques centrales ont un rôle clé à jouer dans la mise à disposition de biens publics. Une caractéristique essentielle des systèmes de paiement tient à leur structure duale : le secteur privé stimule l'innovation et fait œuvre d'ingéniosité et de créativité pour mieux servir ses clients ; les banques centrales garantissent la solidité des fondations, avant tout en permettant l'irrévocabilité des paiements au travers des comptes de règlement à leurs bilans. Comme l'histoire le montre, et comme les événements récents l'ont illustré, les banques centrales jouent ici un rôle crucial en garantissant que le système de paiement constitue un bien public pour l'économie au sens large.

Les banques centrales, en remplissant leurs fonctions d'opérateur, de catalyseur et d'autorité de contrôle, se sont aussi ouvertes aux innovations. En tant qu'opérateurs, elles fournissent des infrastructures publiques, et notamment l'accès aux comptes de règlements. Elles encouragent l'interopérabilité en promouvant des normes et des interfaces simples d'utilisation, ce qui contribue à garantir l'égalité concurrentielle et donc, à favoriser la concurrence et l'innovation. En tant qu'autorités de contrôle, les banques centrales renforcent l'efficacité en assurant la convergence des incitations du secteur privé et en orientant les structures de marché vers le bien public.

En outre, elles ont montré qu'elles pouvaient elles-mêmes être à la pointe de l'innovation, notamment en offrant directement des services au grand public. Nous pouvons citer ici les monnaies numériques de banques centrales (CBDC). Ces monnaies pourraient constituer un nouveau moyen de paiement sûr, digne de confiance et largement accessible. Elles pourraient aussi soutenir la poursuite des innovations dans les paiements, la finance et le commerce. Pour que les CBDC réalisent leur potentiel et tiennent leur promesse en tant que nouveau moyen de paiement, leur conception et leurs implications doivent être soigneusement examinées. La BRI continuera de soutenir les banques centrales dans leurs efforts de recherche et d'élaboration de CBDC au travers de son nouveau Pôle d'innovation, de ses comités et de ses travaux d'analyse plus généralement.

## Conclusion

Trois remarques pour conclure.

Les banques centrales ont une fois de plus montré de quoi elles étaient capables en temps de crise, en étoffant leur panoplie, en réagissant vite et avec force pour stabiliser le système financier et en soutenant les flux de crédit à destination des entreprises et des ménages. Parfois, elles ont même pris un large éventail de mesures prudentielles pour amortir l'impact du choc. Cependant, elles ont aussi pleinement conscience des défis qui s'annoncent. Certains de ces défis sont extérieurs à leur mandat. À elle seule, la politique monétaire ne peut pas produire une croissance économique durable en s'appuyant sur la stabilité des prix et la stabilité financière. Il reste urgent de mettre en œuvre des politiques budgétaires et des réformes structurelles propices à la croissance.

La politique budgétaire pourrait mieux soutenir la croissance ainsi que la stabilité financière. Dans le même temps, il sera essentiel de maintenir les finances publiques sur une trajectoire soutenable à long terme. Les réformes structurelles sont indispensables elles aussi. Malgré les dommages qu'elle cause, la crise actuelle pourrait être l'occasion de mettre en œuvre des politiques économiques de soutien à la croissance. Leurs ressources étant limitées, les gouvernements devraient accorder la priorité à l'investissement dans la croissance durable – par exemple, en favorisant la transition énergétique pour parer aux risques du changement climatique.



# BIS

1930

2020

Promoting monetary  
and financial stability

La coopération internationale restera cruciale, notamment dans l'apport rapide de liquidités à grande échelle. La coopération internationale est également nécessaire pour régler des problèmes à plus long terme comme le coût des paiements transfrontières, et pour faire face aux risques accrus dans le système financier mondial. Nous aurons là de quoi nous occuper dans les années à venir et la BRI conservera assurément toute sa pertinence.

Je laisse maintenant la parole à Claudio Borio et Hyun Song Shin, qui vont revenir plus en détail sur certains de ces sujets et sur le chapitre spécial de notre *Rapport économique annuel*.