

Dépasser l'instant présent

Allocution de Jaime Caruana
Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

Assemblée générale ordinaire de la BRI
Bâle, le 25 juin 2017

Mesdames et Messieurs, j'ai le plaisir de vous présenter aujourd'hui le Rapport annuel de la BRI.

Avec ce Rapport, nous souhaitons contribuer au débat sur l'économie mondiale qui a lieu entre les responsables des politiques publiques, le secteur privé et les universitaires. La nature de ce débat a beaucoup évolué durant l'année écoulée. La critique de la mondialisation semble désormais y occuper une place plus importante.

Le Rapport annuel de cette année reflète cette évolution. Nous consacrons un chapitre entier aux aspects économiques de la mondialisation. Cette approche globale complète la perspective à long terme que nous avons mise en avant à l'occasion des précédents Rapports annuels : dépasser l'instant présent nous permet de comprendre les facteurs, points forts et points faibles sous-jacents de l'économie mondiale.

Je souhaiterais profiter de cette présentation pour souligner les opportunités qu'offre actuellement le redressement de l'économie mondiale. Le raffermissement de la croissance est pour nous l'occasion de défendre l'ouverture économique et de prêter davantage attention aux tendances de long terme. Autrement dit, de mener des politiques en faveur de la résilience économique, afin de mieux se préparer au prochain « choc » ou au prochain ralentissement.

Après cette présentation, Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique, et Hyun Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, développeront tour à tour certains aspects plus spécifiques de notre analyse.

Saisir l'occasion du redressement économique mondial

La croissance mondiale s'est diffusée et renforcée durant l'année écoulée. Début 2017, la quasi-totalité des grandes économies connaissent une expansion. Dans un certain nombre d'entre elles, le taux de chômage est retombé à des niveaux conformes au plein emploi. L'inflation, de son côté, s'est rapprochée des objectifs des banques centrales.

Les perspectives à court terme n'avaient pas semblé aussi favorables depuis longtemps. Les prévisions du consensus et des organisations internationales annoncent une nouvelle amélioration progressive cette année. La croissance mondiale est attendue à 3,5 %, un niveau correspondant à sa moyenne historique à long terme, et moins de 0,5 point inférieur à celui observé durant la décennie précédant la crise financière mondiale. Sur les marchés financiers, le sentiment cadre largement avec ce scénario positif : les prix des actions ont augmenté à l'échelle mondiale, et la volatilité est faible.

Quelle est la viabilité de cette dynamique ? Le Rapport annuel aborde quatre risques qui pourraient compromettre l'expansion actuelle.

- Le premier est une envolée de l'inflation. La sous-utilisation des capacités disparaît dans plusieurs pays, ce qui signale habituellement une augmentation des risques d'inflation. Mais certains facteurs – dont la mondialisation et les évolutions technologiques – pourraient atténuer le risque d'une accélération sensible, généralisée et durable de l'inflation. Le Rapport annuel analyse la manière dont l'économie mondiale pourrait contenir les pressions inflationnistes. Claudio Borio en dira davantage dans sa propre présentation, un peu plus tard, sur ce que nous savons (et ne savons pas) au sujet de l'évolution du processus inflationniste.
- Le deuxième risque est l'arrivée à maturité des cycles financiers et le niveau élevé de la dette. Dans un certain nombre d'économies avancées de plus petite taille et d'économies de marché émergentes, de longs booms financiers se sont émoussés ou ont fait place à une contraction. Et à l'échelle mondiale, la dette atteint des niveaux records : en 2016, le stock mondial de dette du secteur non financier des pays du G20 représentait environ 220 % du PIB, soit près de 40 points de pourcentage de plus qu'en 2007¹. L'ampleur de la dette pourrait devenir un obstacle non négligeable à la demande à mesure que les taux d'intérêt reviennent à la normale.
- Le troisième risque a trait au retard d'investissement des entreprises. L'expansion récente a été tirée par la consommation. Or, les recherches de la BRI montrent que ce type d'expansion a tendance à être moins durable. Le pendant en a été un niveau plutôt faible d'investissement, du moins dans les économies avancées. Les perspectives de bénéfices des entreprises se sont certes améliorées. Et certains indicateurs annoncent un redressement de l'investissement. Mais la persistance des incertitudes politiques et le niveau élevé de la dette des entreprises pourraient grever l'investissement.
- Dernier point mais non le moindre, la menace du protectionnisme. Les arguments contre l'intégration internationale ont eu le vent en poupe ces dernières années et l'idée de recourir à des mesures protectionnistes semble gagner en popularité. Les barrières non tarifaires, comme la réglementation et les subventions, ont quadruplé depuis la fin 2010. Le protectionnisme pourrait nuire à la croissance et au bien-être à travers différents canaux : une baisse de la productivité, une diminution de la division internationale du travail et une hausse des coûts de production du fait du renchérissement des intrants étrangers.

Dans ce contexte, que peut-on faire pour que la dynamique actuelle laisse place à une période de croissance mondiale solide et durable ? Comme nous l'expliquons dans le Rapport annuel, la stratégie la plus prometteuse en termes de politique économique consiste à profiter des vents favorables soufflant actuellement pour renforcer la résilience de l'économie, tant au plan national qu'à l'échelle mondiale.

La résilience économique signifie davantage que la simple capacité à résister aux « chocs ». En premier lieu, elle réduit la probabilité que ces chocs se produisent. Ensuite, elle nous permet de faire face à des tendances défavorables à long terme, telles que le vieillissement démographique ou le ralentissement de la productivité.

Au stade actuel, le renforcement de la résilience se divise en deux volets importants. Le premier consiste à préserver les avantages de l'ouverture commerciale et financière. Le second vise à adopter une perspective à plus long terme sur le front des politiques publiques. Je vais aborder ces deux points successivement.

¹ Le ratio global cité se fonde sur une conversion des changes en dollar américain à parité de pouvoir d'achat. Sur la base des taux de change du marché, le ratio global était proche de 250 % en 2016.

Préserver les avantages de la mondialisation

La mondialisation a ralenti depuis la crise financière mondiale, mais elle n'est pas en repli. Le niveau des échanges en proportion du PIB mondial s'est stabilisé autour de 60 % environ. La part des chaînes de valeur mondiales dans les échanges stagne également autour de 60 %.

L'intégration financière a elle aussi perdu de la vigueur. En 2015, les actifs et passifs financiers extérieurs atteignaient 400 % du PIB mondial, un niveau légèrement inférieur au pic de 2007. Deux tendances contraires expliquent cette évolution, selon les statistiques de la BRI : les banques européennes ont été moins actives dans l'activité de prêts internationaux mais les banques d'Asie, entre autres, ont pris le relais. En conséquence, le processus d'intégration s'est globalement poursuivi. Par ailleurs, le rythme des émissions de titres a dépassé celui des prêts bancaires, parallèlement à l'essor des marchés financiers, des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs.

Le chapitre spécial sur la mondialisation montre que l'ouverture commerciale et l'ouverture financière sont très étroitement liées. La mondialisation peut être décomposée en trois strates. Dans la première strate, les paiements et le crédit transfrontières sont nécessaires aux échanges de produits de base et de produits finis. Il est évident ici que mondialisation économique et mondialisation financière vont de pair.

Cela se vérifie aussi dans la deuxième strate, qui se caractérise par des échanges internationaux plus sophistiqués. L'ouverture financière permet le financement des investissements transfrontières et des chaînes de valeur mondiales qui distribuent la production à travers les pays. Elle rend également possible la couverture des risques financiers qui en découlent.

Seule la troisième strate présente des liens financiers qui servent essentiellement à des fins financières – par exemple, dans le but de diversifier des portefeuilles ou de prendre et gérer des risques financiers complexes. Dans quelques instants, Hyun Shin détaillera dans sa présentation la manière dont on peut aborder le lien entre les échanges et la mondialisation financière.

Ensemble, ouverture commerciale et ouverture financière ont joué un rôle essentiel dans l'élévation des niveaux de vie, et permis à des pans entiers de la population mondiale de sortir de la pauvreté. L'ouverture commerciale a fortement amélioré l'efficacité de la production et les opportunités en termes de consommation. L'ouverture financière a soutenu les échanges et nettement augmenté la disponibilité des financements. De même, la mondialisation a contribué à la résilience économique. De fait, elle a diffusé les gains de productivité et accru les possibilités de diversification des risques.

Mais que penser des critiques selon lesquelles la mondialisation contribue à l'instabilité de l'économie, plutôt qu'au renforcement de sa résilience ? Le chapitre spécial analyse deux arguments.

Le premier est que la mondialisation est à l'origine d'une augmentation des inégalités au sein des économies avancées. Des études empiriques semblent indiquer que d'autres facteurs, en particulier les avancées technologiques, jouent un rôle plus important. Il n'en est pas moins vrai que les bénéfices des échanges ne sont pas également distribués et que les efforts d'adaptation pèsent souvent davantage sur certains secteurs ou certaines régions. Ces coûts d'adaptation ne représentent toutefois qu'une seule face de la médaille. L'autre est l'augmentation globale durable et des revenus et du bien-être. De même qu'il ne saurait être question de revenir sur les avancées technologiques, faire machine arrière dans le processus de mondialisation serait extrêmement préjudiciable en termes de niveaux de vie. Il s'agit plutôt d'orienter et de gérer correctement ce processus. À cette fin, il convient de prêter suffisamment attention à ses effets en termes de répartition des gains.

Le second argument est que l'ouverture financière crée de l'instabilité. Ici aussi, il est vrai que l'accès aux sources de financement mondiales expose les économies à des phénomènes extérieurs susceptibles de les déstabiliser. Ainsi, nous évoquons dans le Rapport annuel la nature procyclique des flux de crédit. Mais les risques ne sont pas foncièrement différents de ceux de la libéralisation financière à

l'échelle locale. C'est pourquoi la meilleure approche, en termes de politiques, ne consiste pas à réduire l'ouverture financière, mais plutôt à gérer minutieusement les risques liés à la procyclicité et aux excès de la finance. Je reviendrai sur ce point dans un instant.

Mener des politiques économiques axées sur le long terme

L'importance accordée à la résilience reflète la reconnaissance des limites auxquelles se heurtent les politiques publiques. L'une de ces limites concerne la capacité de réglage fin de l'économie. La période de l'après-crise a montré à quel point il était difficile de stimuler la croissance et l'inflation, malgré des mesures sans précédent. Une autre limite tient au déficit d'attention à l'égard des évolutions à long terme et aux tendances lentes.

Les pressions des marchés financiers ou les cycles politiques peuvent encourager des décisions axées sur le court terme. Mais la combinaison de tendances lentes et de décisions à court terme peut avoir des effets cumulés durables. Ainsi, une série de mesures de soutien macroéconomique peut durablement affecter le stock de dette ou la marge de manœuvre en termes de politiques publiques. Ces effets cumulés à long terme compliquent la gestion d'un nouveau choc inattendu, ou d'un ralentissement.

De quelle manière la conjoncture favorable actuelle pourrait-elle servir à renforcer la résilience ? Je distingue deux pistes principales. La première consiste à accroître la marge de manœuvre des pouvoirs publics afin de mieux se préparer à faire face à de futurs événements indésirables ; la seconde, à renforcer la capacité de l'économie à s'adapter aux tendances de long terme.

Reconstituer la marge de manœuvre des autorités en termes de politique monétaire supposerait de normaliser ces politiques, c'est-à-dire de réduire la dépendance aux mesures extraordinaires prises après la crise. Si le calendrier et le rythme de cette normalisation dépendent des conditions locales, il existe un certain nombre de défis communs. Les niveaux d'endettement ont continué d'augmenter dans le monde entier et la valorisation de plusieurs catégories d'actifs semble élevée. Dans un contexte associant faible volatilité sur les marchés et atonie des rendements obligataires, des risques d'inversion de tendance pourraient apparaître. En raison des effets d'entraînement, les retombées pourraient être sensibles à l'échelle mondiale. Cela souligne l'importance d'une normalisation progressive et régulière de la politique monétaire, mais aussi les risques que présenterait le fait d'attendre trop longtemps avant d'engager le retour à la normale.

En matière de politique budgétaire, renforcer la résilience passe avant tout par une évaluation prudente des marges de manœuvre, tenant compte de l'imprécision de ces estimations. Il convient également de prendre en considération les risques budgétaires, y compris les réactions des marchés financiers à un accroissement des risques souverains, ainsi que le poids du vieillissement démographique. Si la marge de manœuvre existe, des mesures budgétaires peuvent soutenir d'autres politiques. Elles incluent des réformes structurelles favorables à la croissance, de même que des mesures ciblées visant à alléger les coûts d'adaptation à la mondialisation et aux évolutions technologiques – en encourageant par exemple la formation, la reconversion professionnelle et une réallocation flexible des ressources.

Dernier point mais non le moindre, des politiques structurelles sont nécessaires pour accroître la résilience au travers d'une meilleure flexibilité et d'une croissance plus solide. La nature des réformes structurelles à mener est en grande partie fonction de la situation propre à chaque pays. Il existe néanmoins un dénominateur commun : promouvoir l'adoption rapide des innovations, l'esprit d'entreprise et la réallocation flexible des ressources. Ce type de mesures n'aide pas seulement les économies à s'adapter aux évolutions telles que le progrès technologique et la mondialisation : il en accroît les bénéfices. Loin d'accélérer, la mise en œuvre de ces réformes structurelles a malheureusement ralenti.

Dans une perspective à plus long terme, ces mesures devraient, tout comme les politiques macroprudentielles, faire partie d'un dispositif conçu pour gérer les risques associés au cycle financier de manière intégrée. À cette fin, il faudrait adopter une approche plus symétrique : les politiques menées ne doivent pas seulement être une réaction aux contractions du cycle financier, mais aussi limiter de façon proactive l'accumulation de déséquilibres. Faute de quoi, à long terme, le monde pourrait faire face à une série de phases d'expansion puis de contraction financières, à une perte progressive des moyens d'actions et au piège de la dette.

Le rôle de la coopération internationale

Je souhaiterais pour terminer dire quelques mots de la manière dont la coopération internationale peut soutenir les politiques visant à renforcer de la résilience. À bien des égards, cet objectif relève avant tout des autorités locales. Cependant, certains défis appellent une mobilisation mondiale et nécessitent une coopération internationale dans le cadre d'un dispositif multilatéral cohérent.

Gérer les risques associés à l'ouverture financière en est un exemple. Le système financier est sans conteste un système mondial. De nombreux établissements financiers sont actifs à l'échelle internationale, facilitant les financements et gérant les risques financiers à travers de multiples juridictions. Il existe en outre des monnaies d'envergure internationale. Au premier rang d'entre elles, le dollar n'est pas seulement la monnaie de choix pour la moitié environ des échanges mondiaux, mais aussi celle de quelque 50 % des créances bancaires transfrontières et de plus de 60 % des avoirs en devises des banques centrales. Les efforts de renforcement de la résilience à l'échelle mondiale doivent tenir compte de ces facteurs.

En conséquence, la finalisation des réformes financières en cours constitue une priorité. Mener à terme les réformes de Bâle III est particulièrement important compte tenu du rôle joué par les banques dans le système financier mondial. L'heure n'est pas à baisser la garde, ni à ajouter une nouvelle source d'incertitude qui entraverait les adaptations nécessaires dans le secteur financier.

En outre, il est utile d'étudier des voies permettant d'améliorer la coopération dans le domaine de la politique monétaire. De fait, comme nous l'avons évoqué dans de précédents Rapports annuels, les politiques monétaires des juridictions hôtes de monnaies d'envergure internationale produisent des effets d'entraînement non négligeables, et les taux de change n'ont qu'une faible capacité de protection. La coopération contribuerait à réduire l'accumulation puis la dissolution perturbatrices des déséquilibres financiers. Approfondir le dialogue pour parvenir à un meilleur accord sur le diagnostic et les remèdes est une condition préalable aux progrès futurs.

Pour conclure, les conditions actuellement propices à la croissance sont, pour les décideurs, l'occasion de mettre en œuvre des politiques de renforcement de la résilience de leurs économies locales. La coopération internationale peut accompagner ces efforts et contribuer à ce qu'ils améliorent effectivement la résilience à l'échelle mondiale. Elle constitue la voie la plus prometteuse pour assurer une croissance pérenne et une prospérité économique durable.