

Points de presse pour le chapitre 2: *La crise et la production potentielle*

Perspectives économiques régionales : Europe - Automne 2009

Préparé par Thomas Harjes et Srobrona Mitra

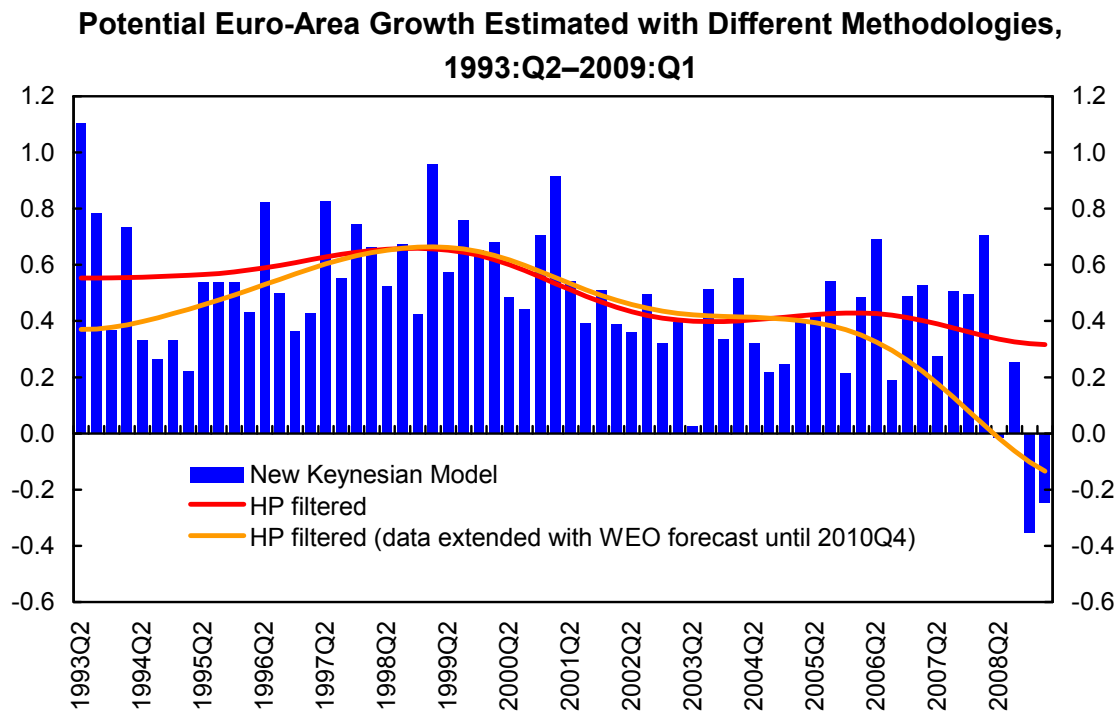
Principaux points

- **Les difficultés du secteur financier, la faiblesse de l'investissement et de longues périodes de chômage vont probablement freiner la croissance potentielle au cours des quelques années à venir, sans qu'il soit possible de prédire avec certitude quel poids auront ces différents facteurs.**
- **À long terme, la croissance potentielle devrait retrouver sa tendance historique dans la plupart des pays avancés, sauf dans ceux où l'activité du secteur financier a pris un tour exubérant dans le passé.**
- **La poursuite de l'intégration des marchés financiers européens et des réformes structurelles améliorerait les perspectives de croissance.**
- **Dans les pays émergents d'Europe, la convergence ne pourra se poursuivre que si les entrées de capitaux reprennent durablement; il faudra pour cela instaurer un climat propice aux affaires, renforcer le cadre de la politique économique afin de réduire l'incertitude et mettre en œuvre de bonnes politiques macroéconomiques.**

La crise aura un effet négatif sur la croissance économique de l'Europe au-delà du court terme et pèsera sur la croissance potentielle au cours des quelques années à venir. Les récessions associées à une crise financière, comme celle qui a sévi récemment, entraînent souvent des pertes de production massives et durables, surtout si elles s'accompagnent de pénuries de crédit et de l'éclatement de bulles immobilières. En pareil cas, la faiblesse de l'investissement et de longues périodes de chômage continuent souvent à peser sur la croissance potentielle pendant plusieurs années, ce qui se traduit par une reprise atone caractérisée par des taux de croissance proches, voire en deçà, de leur tendance de long terme.

Une incertitude considérable entoure l'ampleur du recul de la croissance potentielle. Il est impossible d'observer directement la production potentielle et son estimation pose de nombreuses difficultés, en particulier en période de crise grave lorsque la production effective accuse d'amples fluctuations. Les méthodes d'estimation qui incorporent la faiblesse de la reprise prévue dans la plupart des pays européens ainsi que les autres méthodes (les modèles néo-keynésiens) qui s'appuient sur le lien entre l'inflation et l'écart de production, tels que la courbe de Phillips, font apparaître un recul très prononcé de la croissance de la

production potentielle. Selon d'autres méthodes d'estimation, la diminution serait plus modérée.



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff estimates.

À long terme, la croissance potentielle devrait retrouver sa trajectoire historique dans la plupart des pays avancés d'Europe, sauf là où les bénéfices intenable du secteur financier ont pu exagérer l'expansion. Dans le cas de la zone euro, une croissance potentielle d'environ 2 % devrait être réalisable à long terme. Mais si l'intégration des marchés financiers européens se poursuit et si les réformes structurelles, notamment celles que prévoit le programme de Lisbonne, sont mises en œuvre, le potentiel de croissance à long terme pourrait être encore rehaussé. Dans les pays où les bénéfices extraordinaires du secteur financier ont pu exagérer la croissance ces dernières années, comme par exemple au Royaume-Uni, la croissance à long terme pourrait ne revenir qu'à des niveaux un peu en deçà du taux moyen de croissance de ces dernières années.

La croissance à moyen terme et le processus de convergence des pays émergents en Europe pourraient pâtir de la baisse des entrées de capitaux. En moyenne, la croissance des pays émergents d'Europe, stimulée par le mouvement de rattrapage, a été nettement supérieure à celle de la zone euro au cours de ces vingt dernières années. L'IDE et les entrées de capitaux liées aux banques ont joué un rôle déterminant dans ce processus de convergence des revenus. Les investisseurs étant désormais plus circonspects, les coûts de financement plus élevés et la dette publique en hausse au lendemain de la crise, le processus de convergence pourrait ralentir avec la baisse des entrées de capitaux destinés au secteur privé.

Des politiques permettant aux entrées de capitaux de retrouver un rythme soutenu sont indispensables pour redonner de l'élan au processus de convergence dans les pays

émurgents d'Europe. À cet égard, les gouvernements devront faire en sorte que l'environnement soit propice aux affaires, renforcer le secteur financier et le cadre de la politique budgétaire afin de réduire l'incertitude, continuer à promouvoir l'intégration des marchés financiers et assurer la stabilité macroéconomique.

Points de presse pour le chapitre 3: *Implications de la baisse de la production potentielle pour les politiques macroéconomiques*

Perspectives économiques régionales : Europe - Automne 2009

Préparé par Helge Berger et Emil Stavrev

Principaux points

- **L'incertitude qui entoure l'ampleur de la baisse de la production potentielle peut conduire à des erreurs de politique économique.**
- **Pour bien ancrer les anticipations inflationnistes, les autorités monétaires devront faire connaître clairement sur quelle appréciation de la production potentielle elles fondent leurs décisions en matière de taux d'intérêt, tout en soulignant qu'elles se tiennent prêtes à ajuster leur politique en fonction des nouvelles informations qu'elles recevront.**
- **Compte tenu du coût élevé de la crise pour les finances publiques, il est préférable que la politique budgétaire pêche par excès de prudence et qu'un rééquilibrage s'amorce dès que la reprise commence à monter en régime.**

La baisse de la production potentielle et les incertitudes qui l'entourent compliquent la prise de décision en matière de politique budgétaire et monétaire dans un environnement déjà difficile. Par exemple, si la politique budgétaire néglige ou sous-estime la baisse de la production potentielle, la viabilité des finances publiques pourrait s'en trouver menacée. En revanche, une surestimation de cette baisse pourrait amener les autorités à ne pas prendre les mesures de soutien budgétaire dont l'économie a pourtant besoin. De même, si la politique monétaire surestimait la diminution de la production potentielle, elle risquerait d'être trop restrictive, tandis qu'une sous-estimation se traduirait par une politique monétaire trop souple qui ouvrirait la porte aux pressions inflationnistes. De plus, ces incertitudes peuvent conduire les décideurs et le public à apprécier différemment l'évolution future de la production potentielle, et compliquer encore le choix des décideurs.

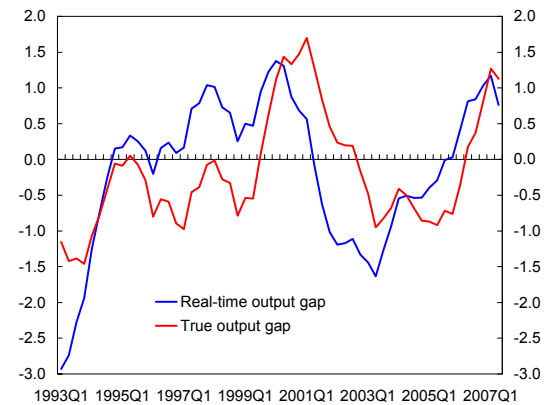
Politique monétaire

Il n'est pas facile de mesurer l'écart de production en temps réel. Une comparaison des estimations en temps réel de l'écart de production dans la zone euro avec l'écart effectif calculé après-coup sur une plus longue période en fournit clairement l'illustration (premier graphique). Les erreurs de mesure sont importantes et ont tendance à perdurer. En outre, étant donné que l'écart de production apprécié en temps réel est parfois de signe contraire à l'écart effectif (ce qui indique que la production effective est inférieure au potentiel, alors que

c'est l'inverse qui est vrai), les décideurs peuvent en tirer des conclusions erronées quant à la direction des pressions qui s'exercent sur les prix.

Cela ouvre la porte à des erreurs de politique économique. Il ressort de simulations réalisées à l'aide de modèles pour la zone euro que la situation économique s'aggrave (c'est-à-dire que la volatilité de la production et de l'inflation s'accroît) si l'écart de production n'est pas pris en compte, et ce même en présence d'erreurs de mesure. Cela dit, il peut aussi être dommageable de réagir à un écart de production calculé sur la base d'hypothèses erronées quant à la production potentielle. Par exemple, si les autorités monétaires étaient trop pessimistes au sujet de la production potentielle et sous-estimaient l'écart de production de ½ point, elles relèveraient trop les taux d'intérêt par rapport à ce qu'elles feraient si elles connaissaient avec certitude la trajectoire de la production potentielle, et provoqueraient ainsi une baisse inopinée de l'inflation d'environ 0,7 point.

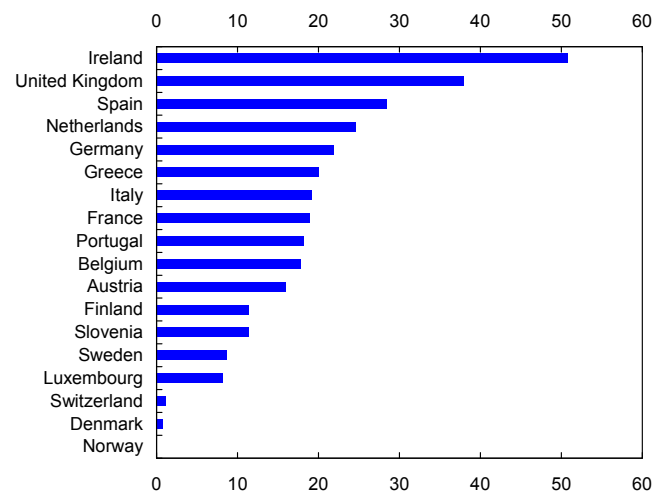
Euro Area: "Real-time" and "True" Output Gaps, 1993:Q1–2007:Q2
(Percent)



Source: IMF staff estimations.

Sachant qu'il est difficile d'éviter complètement les erreurs de politique économique, il s'agit de savoir en limiter autant que possible le coût. Les banques centrales doivent faire connaître avec insistance leur détermination de maintenir la stabilité des prix. Dans les circonstances actuelles, si elles confirmaient avec force leur détermination d'assurer la stabilité des prix en se concentrant en particulier sur les conséquences pour l'inflation des incertitudes qui entourent l'écart de production, elles aideraient à ancrer plus fermement les anticipations inflationnistes et à rapprocher les perceptions respectives des autorités monétaires et du public quant à l'écart de production. En pratique, cela nécessiterait un effort de communication particulier de la banque centrale, supposant notamment que, d'une part, elle fasse connaître de façon transparente sur quelle appréciation de l'évolution de la production potentielle elle fonde ses décisions de politique monétaire et, d'autre part, elle annonce clairement qu'elle est prête à revoir cette appréciation si de nouvelles informations le justifient et à agir en conséquence pour garantir la stabilité des prix. Une démarche de cette nature semblerait particulièrement utile pour sortir progressivement de la politique actuelle de taux d'intérêt très bas afin d'éviter de susciter involontairement des anticipations déflationnistes.

Projected Changes in Public Debt
(Percent of GDP; change end-2007–end-2010)



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

Politique budgétaire

Les autorités budgétaires de toute l'Europe se préoccupent à juste titre des effets d'une baisse de la croissance potentielle. Un choc négatif pour la croissance potentielle, même s'il n'est que temporaire, entraînera des déficits budgétaires en provoquant une diminution des recettes structurelles, ce qui alourdira la dette publique. En outre, la crise a aussi obligé les autorités à recourir aux ressources budgétaires pour intervenir dans le système financier, tant directement qu'indirectement par l'octroi de garanties, d'où un surcroît d'endettement. Globalement, la dette publique devrait augmenter cumulativement d'environ 16 % du PIB pour les pays avancés et de 11 % du PIB pour les pays émergents d'Europe entre 2008 et 2010 (deuxième graphique).

Dans ces conditions, un ajustement budgétaire important s'impose. Même si l'on retient les hypothèses les plus favorables en ce qui concerne les effets de la crise sur la croissance et l'endettement, l'excédent primaire annuel des pays membres de la zone euro devrait augmenter en moyenne de 0,6 % du PIB pour que la dette soit ramenée d'ici à 2020 à l'objectif inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance. Si l'on retient des hypothèses moins favorables, l'ampleur de l'ajustement nécessaire pourrait être multipliée par deux ou trois.

L'amélioration nécessaire du solde primaire doit intervenir dès que la reprise se sera confirmée, en s'appuyant sur le renforcement des cadres budgétaires et des réformes visant à accroître la production potentielle. Les pressions budgétaires qui s'annoncent en Europe en raison du vieillissement de la population s'ajoutent aux dommages que la crise a causés aux finances publiques, ce qui rend d'autant plus urgent un ajustement. Ainsi, les décideurs devraient opter pour la prudence en amorçant le rééquilibrage nécessaire dès que le stade du cycle économique le permettra. Pour atténuer les retombées de la crise et préserver la stabilité des finances publiques, il serait aussi utile d'améliorer les cadres budgétaires en adoptant de nouvelles règles nationales en la matière ou en renforçant celles qui existent déjà et en développant le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Enfin, il est urgent de rehausser la croissance potentielle au moyen de réformes structurelles, ce qui profitera au budget, notamment en dopant la croissance des recettes.

Points de presse pour le chapitre 4: *Les politiques économiques à mener dans les pays émergents pour contrer l'accroissement des risques pendant la reprise*

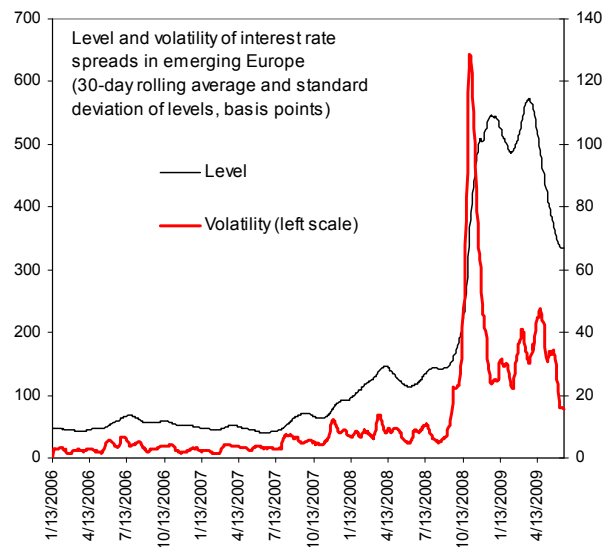
Perspectives économiques régionales : Europe - Automne 2009

Préparé par Srobona Mitra

Principaux points

- **Il est probable que, à la suite de la crise financière, les pays émergents d'Europe soient confrontés à une hausse des primes de risque et à une conjoncture plus volatile, les investisseurs accordant une plus grande attention aux politiques menées dans chaque pays.**
- **Des écarts de rendement plus élevés et plus volatils influent négativement sur la croissance à long terme et se traduisent par une plus grande variabilité de l'inflation et de la production au cours du cycle.**
- **L'adoption de politiques propres à diminuer l'incertitude concernant l'état du système financier et à réduire les mesures budgétaires discrétionnaires contribuerait grandement à apaiser ces craintes et produirait un « double dividende » en améliorant les perspectives de croissance à long terme.**

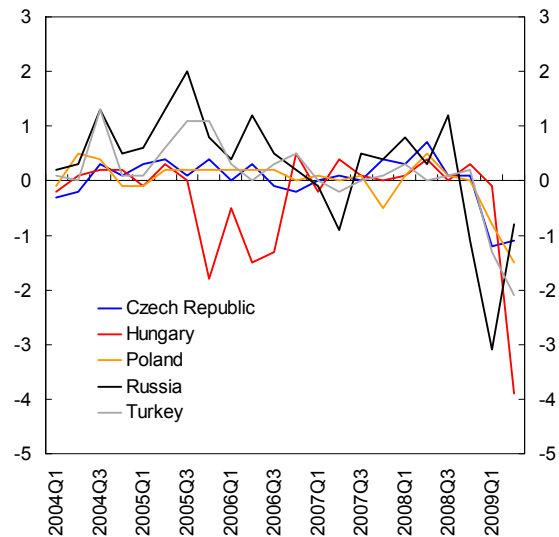
Bien que les investisseurs aient retrouvé un certain appétit pour le risque, lequel était tombé au plus bas en raison de la crise, les pays émergents restent confrontés à une conjoncture extérieure nettement plus volatile. Les écarts de rendement observés sur les obligations souveraines se sont accrus, et les taux d'intérêt ainsi que les taux de change sont devenus plus volatils (premier graphique). Cette évolution tient à un changement d'attitude des investisseurs. Tirant les enseignements de la crise, ils sont devenus plus conscients des risques extrêmes et ont relevé leurs primes de risque. Ainsi, en dépit de la dissipation des chocs financiers mondiaux, il est probable que les écarts de rendement resteront élevés à moyen terme, de même que la volatilité induite par les faiblesses propres aux différents pays.



S'il est vrai que les chocs mondiaux subis par tous les pays ont influé sur la volatilité des écarts de rendement et d'autres indicateurs financiers, les événements qui surviennent

dans le secteur bancaire et sur le plan des finances publiques jouent désormais un rôle important comme facteurs de turbulence. Les investisseurs optent pour la prudence face aux incertitudes qui entourent les besoins de financement des banques et des États, le refinancement des dettes des entreprises et des États qui arrivent à échéance, la capacité de faire face à l'endettement des ménages et au déséquilibre connexe entre les monnaies de libellé des actifs et passifs, et les engagements conditionnels des États. De plus, les effets cycliques de la récession continuent d'ajouter à la précarité de la situation des finances publiques. En raison de ces évolutions, les prévisions relatives aux soldes budgétaires des pays émergents d'Europe ont été révisées dans des proportions et avec une fréquence inhabituelles (second graphique).

Selected European Countries: Quarterly Revisions in Fiscal Balance Forecast, 2006:Q1–2009:Q2 1/



Sources: Consensus Economics; and IMF staff calculations.
1/ Change (in percentage points) in the fiscal balance forecast for the year, average of the Consensus Forecasts.

La plupart des décideurs sont ainsi confrontés à une baisse de la croissance à moyen terme, des investisseurs plus

inconstants et, partant, une plus grande variabilité de l'inflation et de la production. En régime de change fixe, la stabilisation de la production et de l'inflation face à des chocs extérieurs pose, dans le meilleur des cas, des difficultés intrinsèques du fait qu'il n'existe aucune marge de manœuvre sur le plan monétaire. Dans ce cas, il est traditionnellement recommandé de mettre la politique budgétaire davantage à contribution. Cependant, en raison de la vigilance accrue des investisseurs internationaux au lendemain de la crise, une utilisation plus volontariste des instruments de politique budgétaire peut faire naître des doutes sur la viabilité des finances publiques et se retourner contre le pays sous forme d'une hausse et d'une plus grande volatilité des écarts de rendement à moyen terme. Loin d'atténuer la volatilité de l'économie, cela risquerait au contraire de l'amplifier. La croissance pourrait aussi s'en trouver freinée, surtout dans les pays émergents où elle est tributaire des entrées de capitaux. Par ailleurs, même en régime de change souple, les possibilités d'intervention dans le secteur financier ou de stabilisation macroéconomique peuvent être limitées, en particulier lorsque l'évolution du taux de change se répercute rapidement sur l'inflation ou que le montant élevé de la dette en devises rend coûteuse toute dépréciation de la monnaie.

La solution consiste à affronter à bras-le-corps les problèmes du secteur financier et à stabiliser la politique budgétaire autour d'une trajectoire soutenable. Les pays peuvent attendre un « double dividende » de cette approche : non seulement elle favorisera une reprise sans à-coups et réduira la variabilité de la production et de l'inflation, mais cela profitera aussi à la croissance à plus long terme et permettra au processus de convergence des

revenus de reprendre de façon soutenue grâce à l'augmentation des entrées de capitaux. Plusieurs possibilités s'offrent aux pouvoirs publics :

- Il convient de régler les problèmes qui subsistent dans le secteur financier. Les tests de résistance en cours pour les pays d'Europe centrale, orientale et méridionale, coordonnés par le FMI, permettront de mettre en évidence les besoins de recapitalisation des banques. Les résultats de ces tests aideraient à atténuer l'incertitude concernant les secteurs bancaires, surtout si ces informations sont mises à profit pour recapitaliser ou restructurer les établissements viables et organiser la fermeture des autres.
- Une plus grande transparence au sujet des engagements budgétaires conditionnels résultant des tensions dans le système financier ou d'autres facteurs ainsi qu'une divulgation adéquate des risques connexes réduiront l'incertitude qui entoure les perspectives budgétaires.
- Une politique budgétaire fondée sur des règles et laissant les déficits varier essentiellement par le jeu des stabilisateurs automatiques aiderait à ancrer durablement la viabilité et la prévisibilité budgétaires. Pour réduire la volatilité tout au long du cycle économique, il serait utile d'éviter les surprises dont s'accompagne inévitablement une politique budgétaire discrétionnaire.
- Pour faire diminuer directement la prime de risque et les incertitudes qu'elle fait naître, il serait bon de réduire les facteurs de vulnérabilité et d'éviter à l'avenir la succession de phases d'expansion et de contraction en renforçant les structures de surveillance et de réglementation ainsi que le cadre macroprudentiel. Les autorités pourraient, par exemple, mettre en place des normes de fonds propres plus rigoureuses pour les banques fragiles tout en renforçant la coopération transnationale entre pays d'accueil et d'origine des établissements et en appliquant des mesures prospectives (anticycliques) en matière de provisions afin de réduire la volatilité des bénéfices des banques.