

Points de presse pour le chapitre 3 : *Les enseignements à tirer des fluctuations des prix des actifs pour la politique monétaire*

Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2009

Par Antonio Fatas, Prakash Kannan, Pau Rabanal et Alasdair Scott

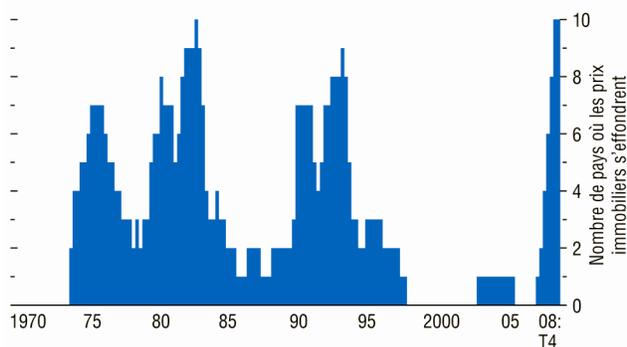
Principaux points

- Les responsables de la politique monétaire devraient mettre davantage l'accent sur les risques macrofinanciers. Cela supposerait un resserrement plus rapide et plus vigoureux des conditions monétaires pour prévenir l'accumulation d'excès dangereux sur les marchés des actifs et du crédit, même si l'inflation semble en grande part maîtrisée.
- Le chapitre montre que les effondrements des prix des actifs ont souvent été précédés d'une expansion rapide du crédit, d'une dégradation des soldes des transactions courantes, et d'un infléchissement sensible de l'investissement vers le marché résidentiel.
- Il ne sera pas facile d'aborder la politique monétaire sous un angle plus large. Cette approche nécessitera éventuellement de nouveaux mandats et de nouveaux instruments. Les pouvoirs publics devront exercer leur jugement pour repérer les facteurs qui déterminent les fluctuations des prix des actifs, et leur pouvoir d'appréciation pour éviter des erreurs coûteuses. Surtout, les attentes devront être réalistes, car il est intrinsèquement difficile de distinguer les variations durables des variations non durables des prix des actifs.

Le chapitre s'efforce de dégager des effondrements récents des prix des actifs des enseignements utiles pour la politique monétaire. Il étudie les données historiques pour vérifier s'il existe des tendances macroéconomiques régulières conduisant à ces phénomènes (graphique 1), examine le rôle de la politique monétaire dans la période précédant, notamment dans le cas de la dernière crise, et s'interroge sur la question de savoir si la responsabilité de la politique monétaire doit être étendue à d'autres domaines que la stabilité de

Graphique 1. Effondrements des prix immobiliers

Les prix immobiliers, comme les cours boursiers, se sont effondrés relativement régulièrement ces 40 dernières années. À plusieurs reprises, y compris aujourd'hui, les prix immobiliers et les cours boursiers se sont effondrés simultanément dans beaucoup de pays.



Source : calculs des services du FMI.

l'inflation des prix des marchandises, sur la façon dont cela pourrait se faire, et sur les arbitrages éventuels.

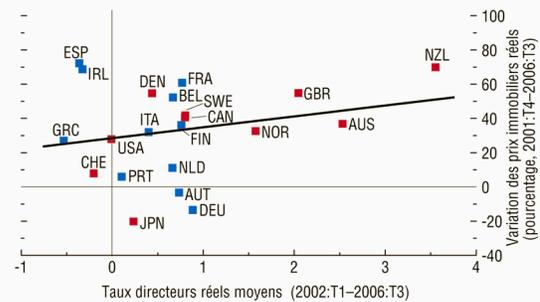
Il conclut que la politique monétaire n'est pas responsable de la crise actuelle. Certains éléments indiquent que, dans quelques pays, elle a été laxiste durant les années qui l'ont précédée, mais il est improbable qu'elle ait été la principale cause systématique des expansions et des récessions consécutives dans l'ensemble de l'économie mondiale. Les différences entre les politiques monétaires nationales ne sont pas bien corrélées aux écarts entre la croissance des prix immobiliers et boursiers (graphique 2).

Cela dit, les responsables de la politique monétaire auraient pu détecter certains signaux d'alerte. Les banques centrales ont rempli leur mission — l'inflation dans les pays avancés s'est maintenue dans une fourchette étroite au cours de la période précédant la crise actuelle. Mais elles ont accepté l'assouplissement des conditions de financement, créant le risque d'une grave récession. Normalement, le crédit, la part de l'investissement dans le PIB, le déficit du compte des transactions courantes, et les prix des actifs augmentent dans la période précédant un effondrement des prix des actifs, et constituent ainsi des indicateurs précurseurs utiles de ces phénomènes. L'inflation et la production, en revanche, n'affichent généralement pas de comportements inhabituels (graphique 3).

En conséquence, il serait utile que les responsables de la politique monétaire fassent une plus grande place aux mesures visant à éviter un effondrement des prix des actifs. Il ressort d'une analyse modélisée que l'application de mesures monétaires plus énergiques qu'à l'accoutumée face à des signes de surchauffe ou à une bulle des prix des actifs pourrait se justifier pour réduire la volatilité macroéconomique. Cela supposerait de resserrer plus tôt et plus vigoureusement les conditions monétaires pour tenter de prévenir l'accumulation d'excès dangereux, même si l'inflation paraît maîtrisée.

Graphique 2. Prix immobiliers et taux directeurs réels

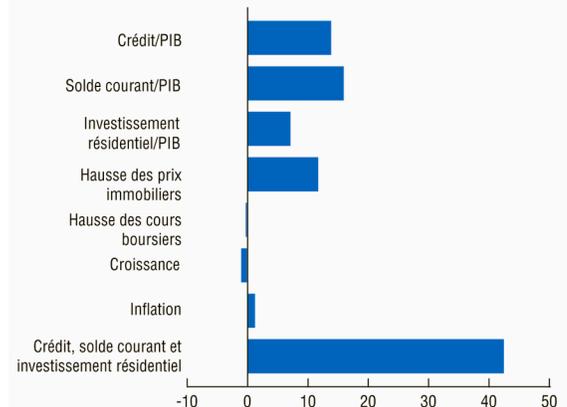
Dans les pays où les taux directeurs nominaux sont communs, les taux réels moins élevés de ces dernières années sont allés de pair avec des hausses plus marquées des prix immobiliers réels. Dans les pays avancés, on a observé une faible corrélation ces dernières années entre les taux directeurs et les prix immobiliers réels, et plusieurs pays ont enregistré de fortes hausses des prix immobiliers alors que le marché du crédit était tendu.



Sources : Banque des règlements internationaux; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; autorités nationales; Organisation de coopération et de développement économiques; Thomson Datastream; calculs des services du FMI.

Graphique 3. Indicateurs avancés des effondrements des prix immobiliers

Ce graphique indique le pourcentage de fois qu'un effondrement se produit 1 à 3 ans après un signal d'alarme par rapport à la probabilité inconditionnelle d'un effondrement. Pour les effondrements des prix immobiliers depuis 1985, les larges écarts des ratios du crédit, du solde courant et de l'investissement résidentiel au PIB accroissent la probabilité d'un effondrement imminent. La croissance de la production et l'inflation ne sont pas de bons indicateurs avancés.



Source : calculs des services du FMI.

L'instauration d'instruments «macroprudentiels» variables dans le temps, conçus spécifiquement pour atténuer les cycles du marché du crédit, pourrait faciliter la politique monétaire. Certaines propositions comprennent ce qu'il est convenu d'appeler le «provisionnement dynamique» (en vertu duquel les institutions financières mettent automatiquement de côté des capitaux à mesure que l'endettement augmente) ou prévoient de conférer aux pouvoirs publics un pouvoir discrétionnaire sur les réserves obligatoires. Pour obtenir un effet optimal, l'établissement de la politique monétaire et la mise en place des instruments macroprudentiels devraient être étroitement coordonnés.

Un élargissement du mandat des banques centrales afin d'y intégrer expressément la stabilité macrofinancière pourrait s'avérer nécessaire. Les responsables qui adopteraient cette approche plus générale à la politique monétaire devraient néanmoins expliquer en détail les raisons pour lesquelles des mesures sont prises, quel en est l'objectif immédiat, et en quoi elles cadrent avec les objectifs à plus long terme de stabilité macroéconomique et financière.

Il convient cependant d'être réaliste quant aux résultats que ces approches permettraient d'obtenir. Des évolutions favorables en termes de productivité peuvent parfois justifier l'envolée du crédit et des prix des actifs, et il est difficile de définir à l'avance si les périodes d'expansion sont alimentées par une conjoncture saine ou délétère. Les données empiriques confirment que même les meilleurs indicateurs de la vulnérabilité financière ne sont pas fiables : ils envoient parfois des signaux erronés et augmentent le risque d'erreurs stratégiques. L'application rigide d'instruments macroprudentiels pourrait amener les pouvoirs publics à commettre des erreurs; il leur faut donc faire preuve d'une certaine souplesse.

Points de presse – Chapitre 4 : *Quelle est l'ampleur des dégâts? La dynamique de la production à moyen terme après les crises financières*

Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2009

Par Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh,
Irina Tytell et Abdul Abiad

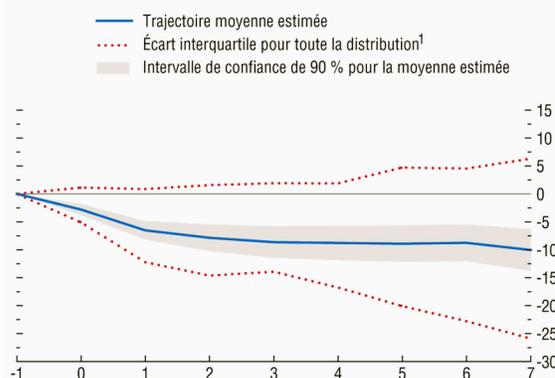
Principaux points

- Les crises bancaires ont généralement des répercussions durables sur la production, même si la croissance finit par reprendre. Les baisses du taux d'emploi, de l'investissement et de la productivité sont autant de facteurs qui contribuent à prolonger les pertes de production, mais la situation varie considérablement selon les pays.
- L'ampleur des pertes de production dépend beaucoup de la situation initiale. Par ailleurs, les mesures macroéconomiques de relance à court terme et les efforts de réformes structurelles se traduisent généralement par des pertes de production plus faibles.
- Les données tendent à démontrer que les mesures macroéconomiques énergiques qui ont été prises jusqu'à présent pourraient atténuer les pertes de production. Des réformes structurelles peuvent également contribuer à limiter ces pertes.

Le chapitre 4 présente de nouveaux éléments d'information sur l'évolution de la production à moyen terme après les crises financières. Il examine la dynamique de la production à moyen terme après 88 crises bancaires survenues au cours des 40 dernières années dans des pays très variés. Il tente en outre d'expliquer les différences considérables dans les résultats à moyen terme, en les mettant en rapport avec la situation antérieure aux crises et l'action des pouvoirs publics après les crises.

Pour un pays moyen, le niveau de production reste inférieur de 10 % environ au niveau tendanciel antérieur à la crise sept ans après son déclenchement, même si l'on observe des différences importantes selon les crises. Cette constatation vaut tant pour les pays avancés que pour les pays émergents. Il est encourageant de noter qu'en moyenne les crises bancaires ne semblent pas

Évolution de la production après les crises financières
(Pourcentage du niveau tendanciel avant la crise; différence moyenne par rapport à l'année $t = -1$; première année de la crise à $t = 0$; années en abscisse)



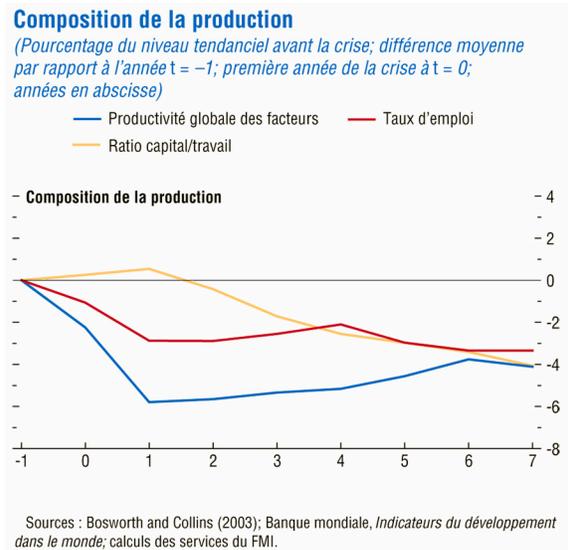
Sources : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; calculs des services du FMI.

¹ L'écart interquartile se réfère aux 50 % intermédiaires de l'ensemble des crises.

faire reculer la croissance de la production à moyen terme de façon définitive, même si, là encore, la situation varie beaucoup selon les pays.

La dégradation de la trajectoire de la production après les crises résulte de baisses, dans des proportions approximativement égales, du taux d'emploi, du ratio capital/travail et de la productivité.

À court terme, les pertes de production s'expliquent principalement par la productivité globale des facteurs, mais, à moyen terme, cette productivité retrouve pratiquement son niveau tendanciel d'avant la crise. En revanche, le capital et l'emploi reculent durablement par rapport au niveau tendanciel. La raison en est que les crises ont tendance à réduire les investissements alors que l'offre de crédit se contracte. Par ailleurs, le plus souvent, la forte augmentation du taux de chômage effectif persiste longtemps puisque les crises entraînent un redéploiement massif de la main-d'œuvre entre les secteurs, et parfois une érosion des compétences professionnelles.



La situation initiale influe beaucoup sur l'ampleur des pertes de production. L'évolution de la production à court terme permet de bien prévoir les résultats à moyen terme. En outre, une part de l'investissement élevée avant une crise est un prédicteur fiable de fortes pertes de production à moyen terme.

Les pertes de production à moyen terme ne sont pas inévitables. Certains pays parviennent à les éviter, et finissent par atteindre une trajectoire plus favorable qu'avant la crise. Bien qu'il soit difficile de prévoir la dynamique de la production après les crises, on peut dire, selon les indications disponibles, que les pays qui, après les crises, appliquent des mesures macroéconomiques de relance à court terme connaissent généralement des pertes de production plus faibles à moyen terme. En outre, certaines données montrent que les réformes structurelles vont de pair avec de meilleurs résultats à moyen terme, même si l'on ne peut pas appliquer de modèle unique pour définir la politique qui convient le mieux après une crise.

Cette analyse n'incite guère à l'optimisme sur les perspectives de production à moyen terme dans les pays qui ont été récemment victimes de crises bancaires. La politique macroéconomique énergique adoptée jusqu'à présent, qui a pris la forme de mesures de relance budgétaire et monétaire substantielles, devrait contribuer à atténuer les effets de la crise sur la production. Les pertes de production n'en continuent pas moins de susciter des préoccupations et montrent combien il est important d'appliquer des réformes qui aident à augmenter la production à moyen terme et à transférer les ressources entre les secteurs après la crise.