

Les stratégies de sortie de crise

Olivier de Bandt (Banque de France) (*)

Les Journées de l'Economie

Lyon, 12-13 novembre 2009

« Comment sortir du dopage monétaire et budgétaire? »

(*) les vues exprimées ici n'engagent pas la Banque de France

Quels défis?

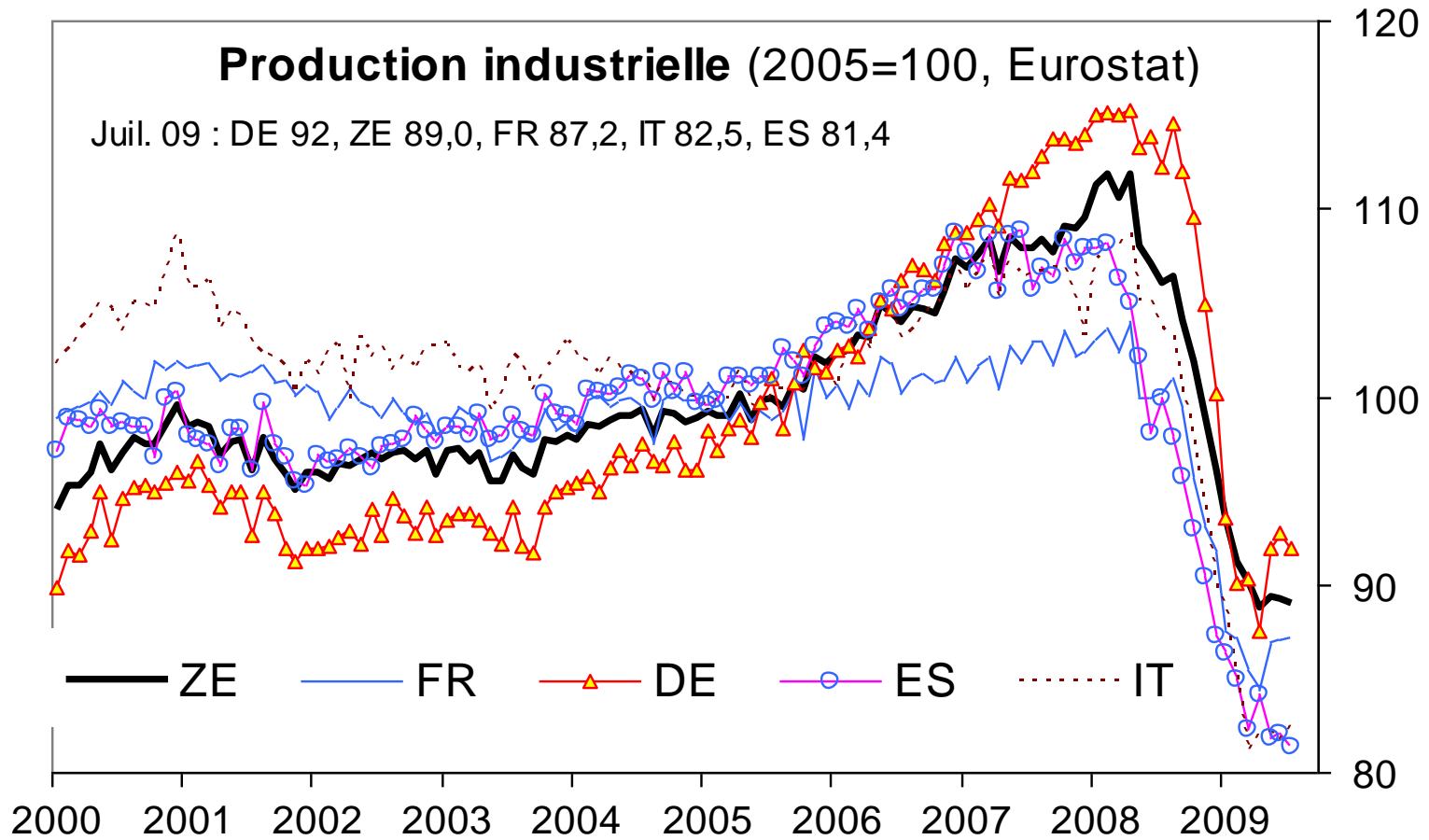
- Bénéfices évidents des stratégies mises en œuvre par les Etats pour faire face à la crise, mais coûts apparaissent maintenant/ou risquent d'apparaître rapidement
- Incertitude sur le timing :
 - l'effet final des politiques pas encore connu avec précision (débat sur le signe et l'ampleur des multiplicateurs budgétaires → politiques budgétaires sont le candidat privilégié pour sortie des mesures de soutien)
 - on n'est pas encore sorti de la crise → distinguer réflexions sur sortie et début effectif

Plan

- I- La crise pourrait avoir des effets à long terme, même si le pire a été évité grâce aux politiques mises en oeuvre
- II- Des problèmes spécifiques à chacune des politiques économiques
 - Les défis budgétaires
 - Les réponses des politiques monétaires
- III- Mais des problématiques communes en matière de mise en oeuvre
 - Quelle coordination?
 - Entre les politiques
 - Entre les pays
 - Quels indicateurs et quels risques?

I- Une crise qui risque d'avoir des effets à long terme

impact sur le niveau de la production industrielle- mais retournement depuis le printemps et le pire a été évité



II- Des problèmes spécifiques à chacune des politiques

II.1 Des défis budgétaires importants

- Des marges de manœuvre épuisées face à la montée de l'endettement
- Une capacité de réponse/d'adaptation qui varie selon les pays, face au nécessaire ajustement des dépenses

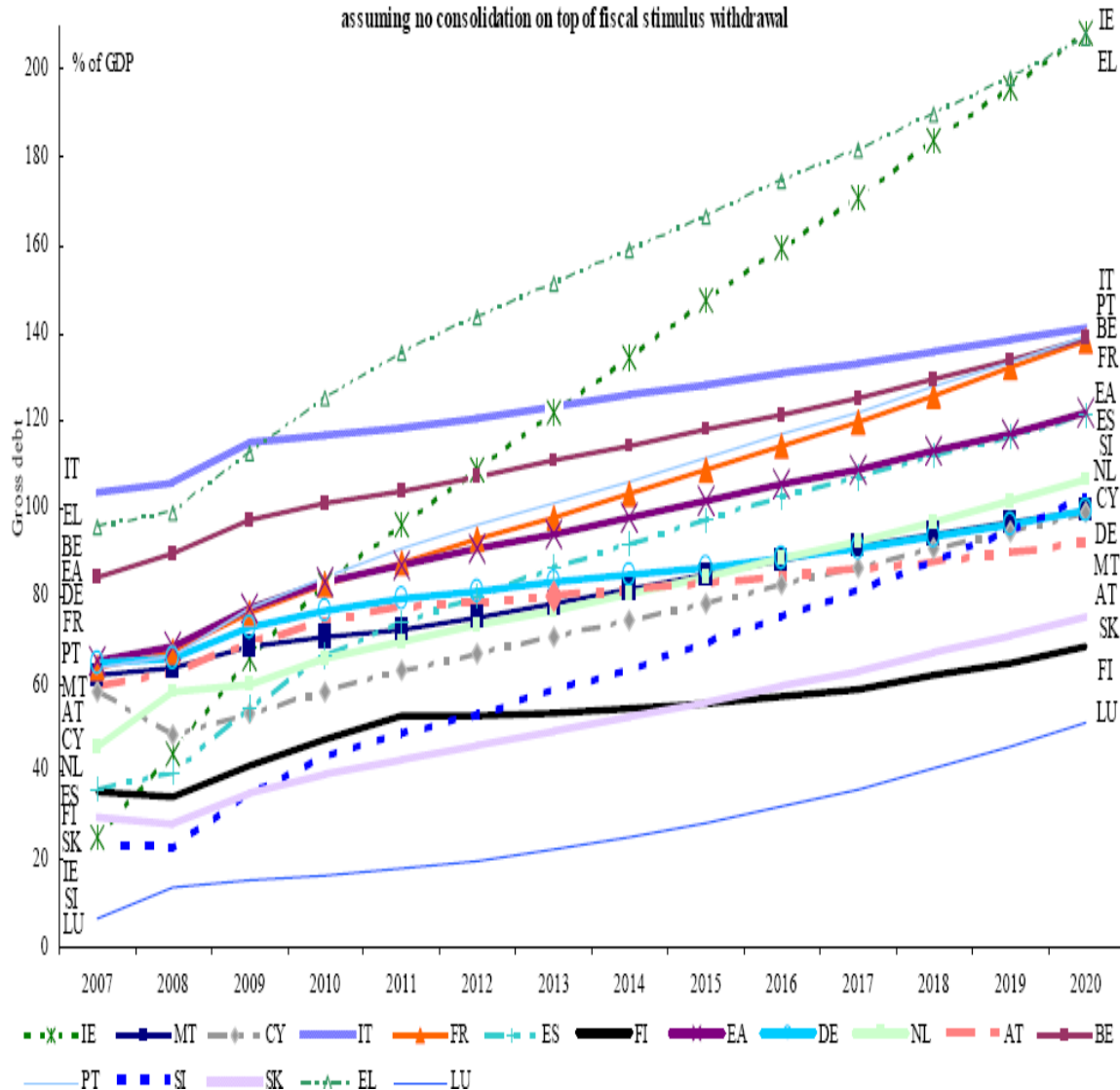
II.1.1 Des marges de manœuvre épuisées

Des déficits publics proches ou supérieurs à 10% du PIB

Prévisions de la Commission européenne du 3 novembre 2009								
en % du PIB	DEFICIT PUBLIC				DETTE			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
USA	-6,4	-11,3	-13,0	-13,1	70,7	64,8	75,1	87,3
Zone Euro	-2,0	-6,4	-6,9	-6,5	69,3	78,2	84,0	88,2
Allemagne	0,0	-3,4	-5,0	-4,6	65,9	73,1	76,7	79,7
France	-3,4	-8,3	-8,2	-7,7	67,4	76,1	82,5	87,6
Italie	-2,7	-5,3	-5,3	-5,1	105,8	114,6	116,7	117,8
Espagne	-4,1	-11,2	-10,1	-9,3	39,7	54,3	66,3	74,0
Royaume-Uni	-5,0	-12,1	-12,9	-11,1	52,0	68,6	80,3	88,2

Forte hausse de l'endettement public doublée de disparités croissantes entre pays (source Commission Europ. , Econ. Forecasts, nov 2009)

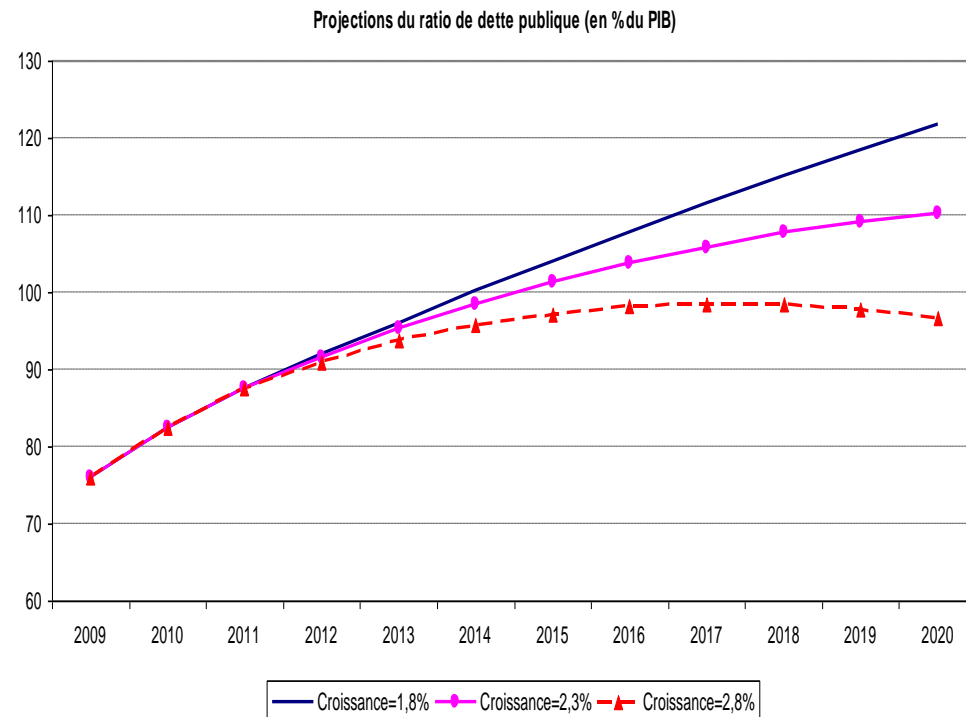
Graph I.3.5: Developments up to 2020 in the gross debt-to-GDP ratio in euro-area Member States assuming no consolidation on top of fiscal stimulus withdrawal



II.1.2 Politique de consolidation :

impact insuffisant du retour à la croissance potentielle d'avant-crise pour stabiliser la dette

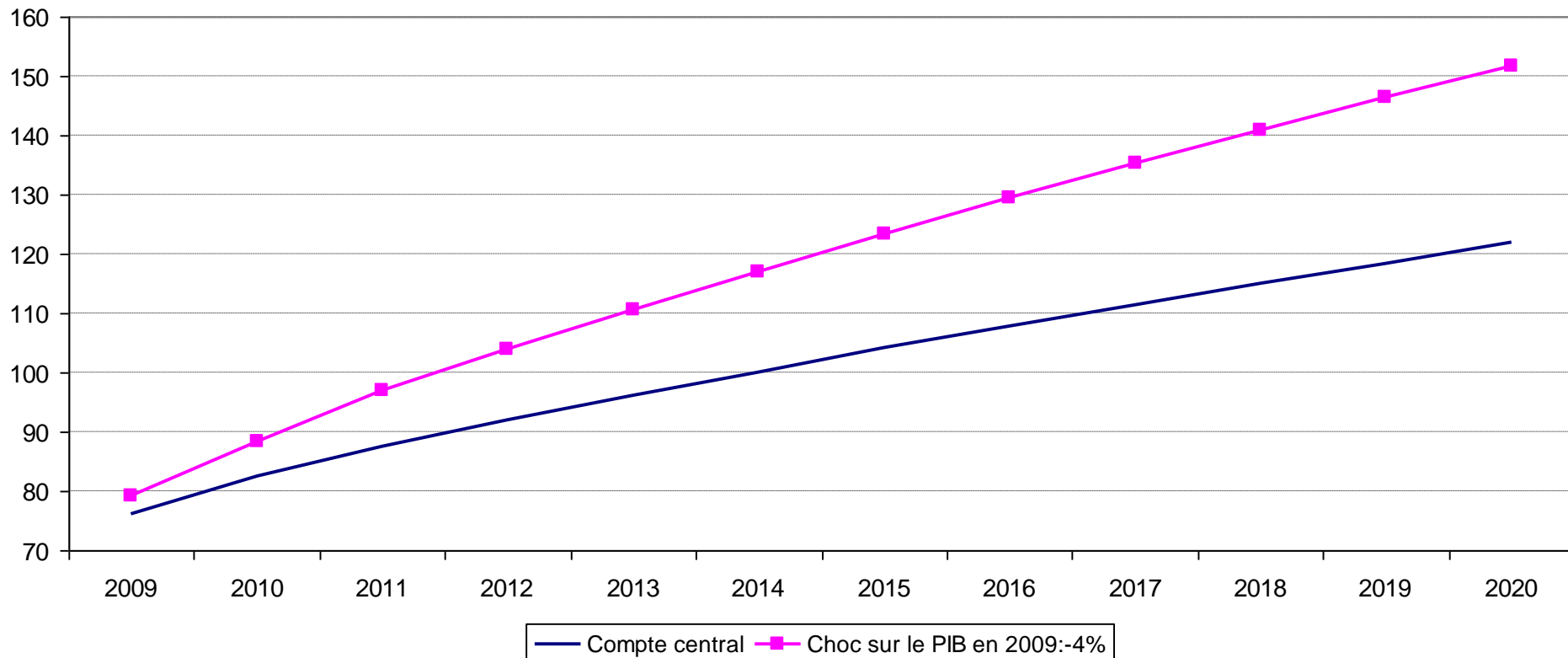
- La dynamique de la dette est relativement sensible aux hypothèses de croissance retenues. Trois scénarios testés selon le niveau de croissance considéré.
- Toutefois, même dans le cadre du scénario de croissance le plus dynamique, le ratio de dette ne se stabilise qu'à un horizon de 10 ans → il ne faut pas compter sur la croissance pour assurer la soutenabilité des finances publiques.



II.1.2 Politique de consolidation :

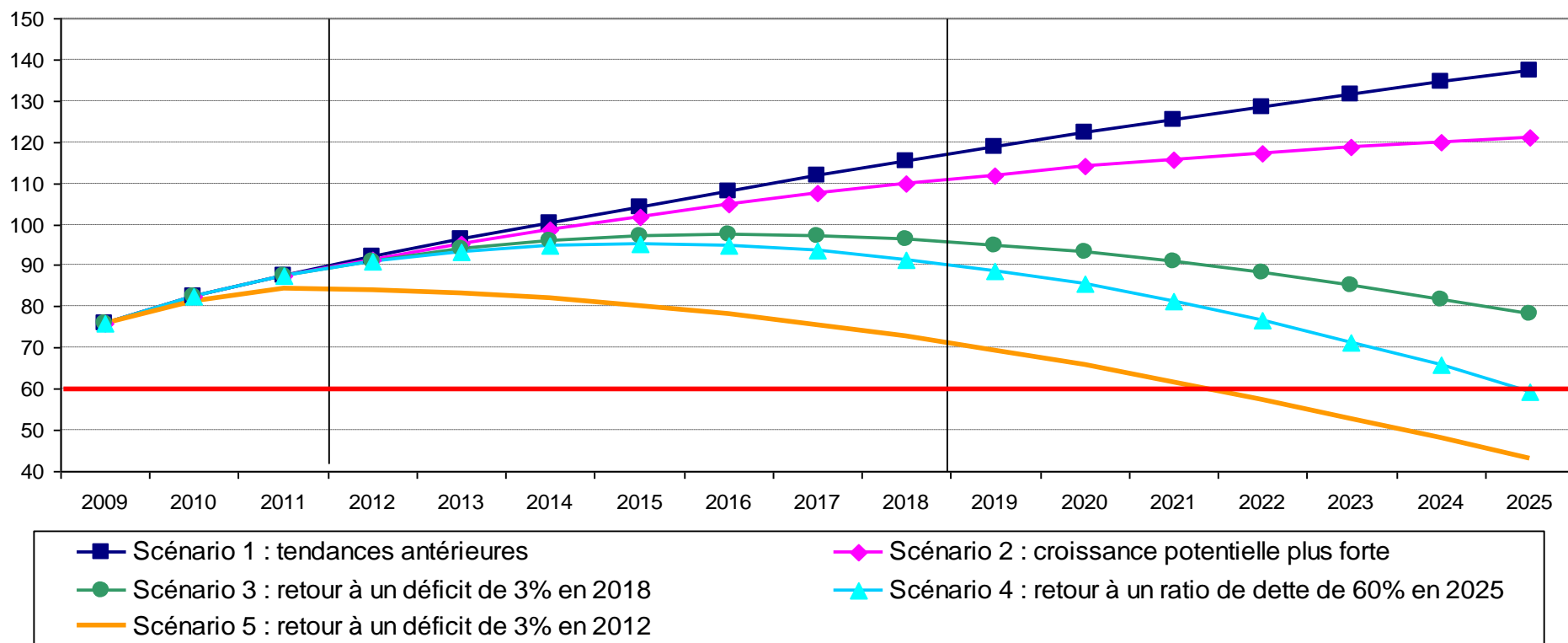
relativement forte sensibilité de la dette au choc sur le niveau du potentiel de production
(le choc en 2009 accroît le déficit structurel par la baisse des recettes → conforme à expérience historique, cf Reinhart & Rogoff, 2009)

Projections du ratio de dette publique (en % du PIB)

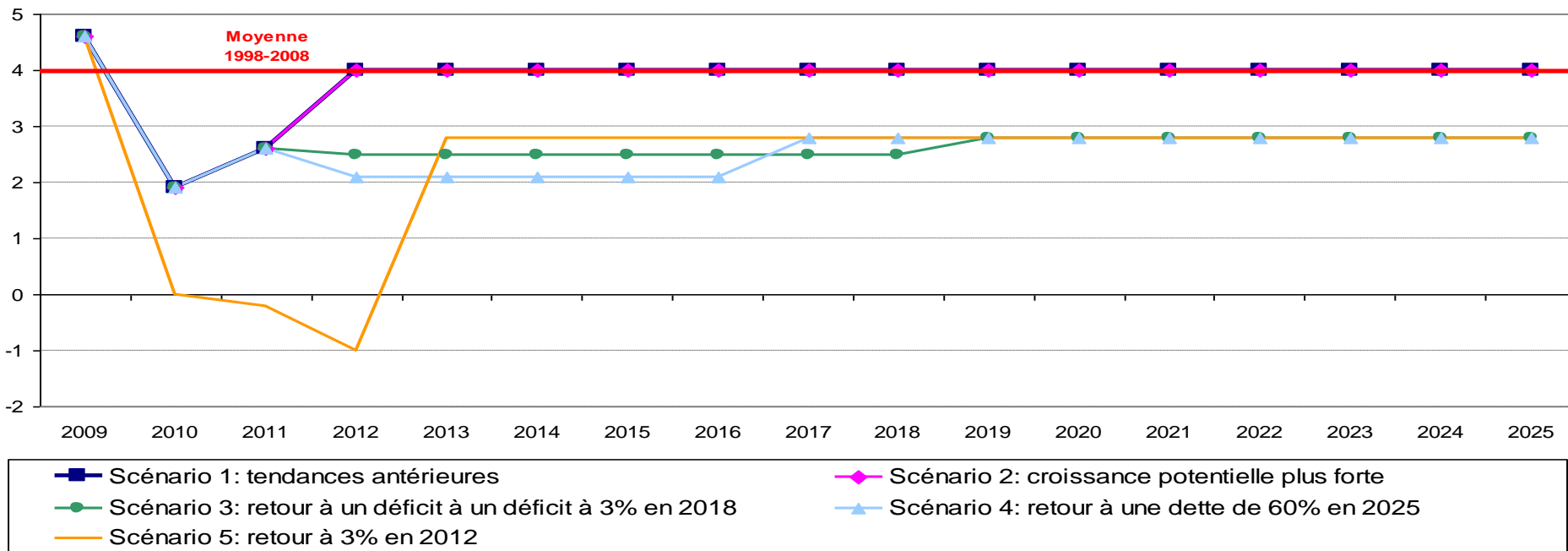


II.1.2 Politique de consolidation : fort impact de l'ajustement des dépenses publiques sur la dette

Projections de dette publique (en % du PIB)



Les scénarios de consolidation permettant de stabiliser la dette impliquent une croissance des dépenses publiques inférieure à la moyenne historique



- Une consolidation rapide implique une baisse des dépenses publiques, ce qui compte tenu de la rigidité de certaines dépenses (masse salariale, prestations) devrait se traduire par une contraction peu réaliste des autres dépenses (investissement public, subventions, consommation intermédiaire, transferts en capital).

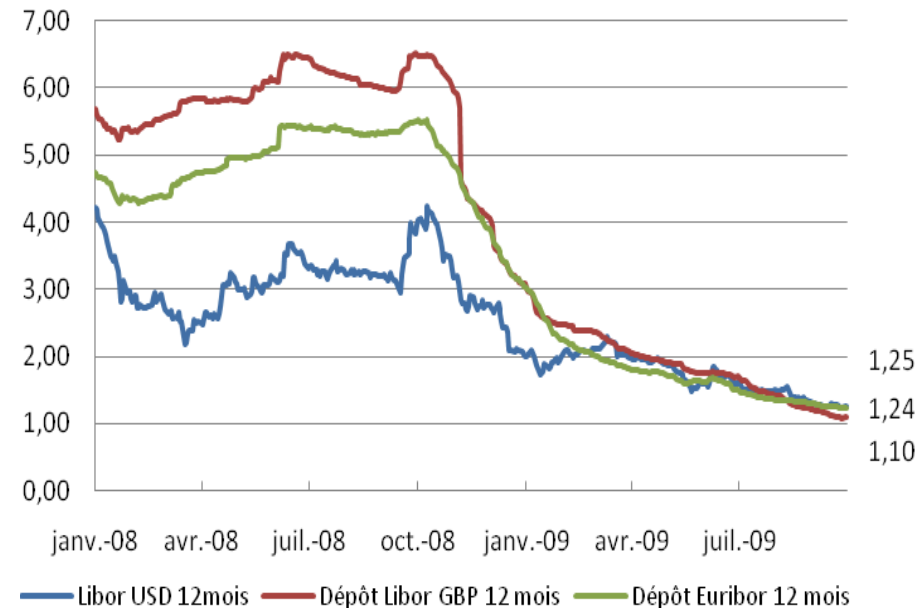
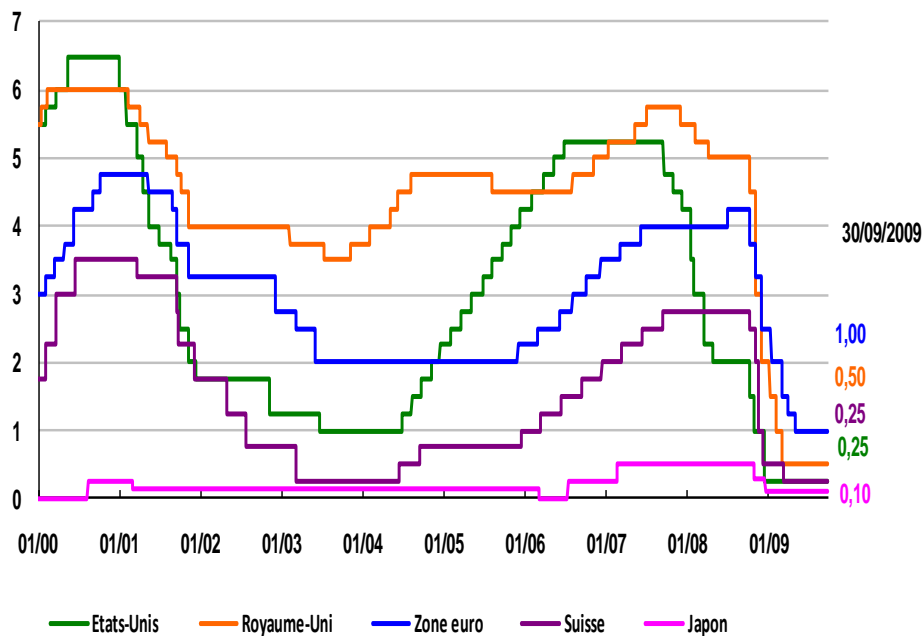
II.2. Quelle normalisation des politiques monétaires?

- Un stimulus important : conventionnel et non conventionnel
- Une sortie en partie automatique, sous le contrôle des banques centrales

Normalisation des politiques monétaires

- **Objectif réussi des politiques mises en œuvre jusqu'à présent** : éviter les erreurs de la crise de 29 marquée par une baisse de la masse monétaire → réaction rapide des autorités monétaires en augmentant la base monétaire (= bilan des banques centrales) afin d'éviter la contraction de la masse monétaire
- **Réaction en volume plus forte aux Etats-Unis que dans la zone euro** où système interbancaire plus affecté → élargissement + significatif du bilan des banques centrales pour faire face à la demande de liquidité
- Au total, la **croissance de M3 s'est toutefois fortement ralentie**
- **Les risques en matière d'inflation d'origine monétaire sont limités en sortie de crise**
 - L'histoire économique montre que le « multiplicateur de base » (ratio masse monétaire/ base monétaire) est très variable et après une baisse en période de crise, met du temps avant de revenir à sa valeur d'avant crise
 - Tendance à la baisse de la « vitesse de circulation » (= ratio transactions en valeur/ liquidités en circulation), d'où impact plus faible sur l'inflation d'une hausse des liquidités
 - Les Autorités monétaires organisent le retrait progressif des liquidités au gré du retour de la confiance dans le système bancaire (retrait des mesures qui ne sont plus nécessaires, politique graduelle, réversible)

II.2.1 Des politiques monétaires «conventionnelles» très accommodantes



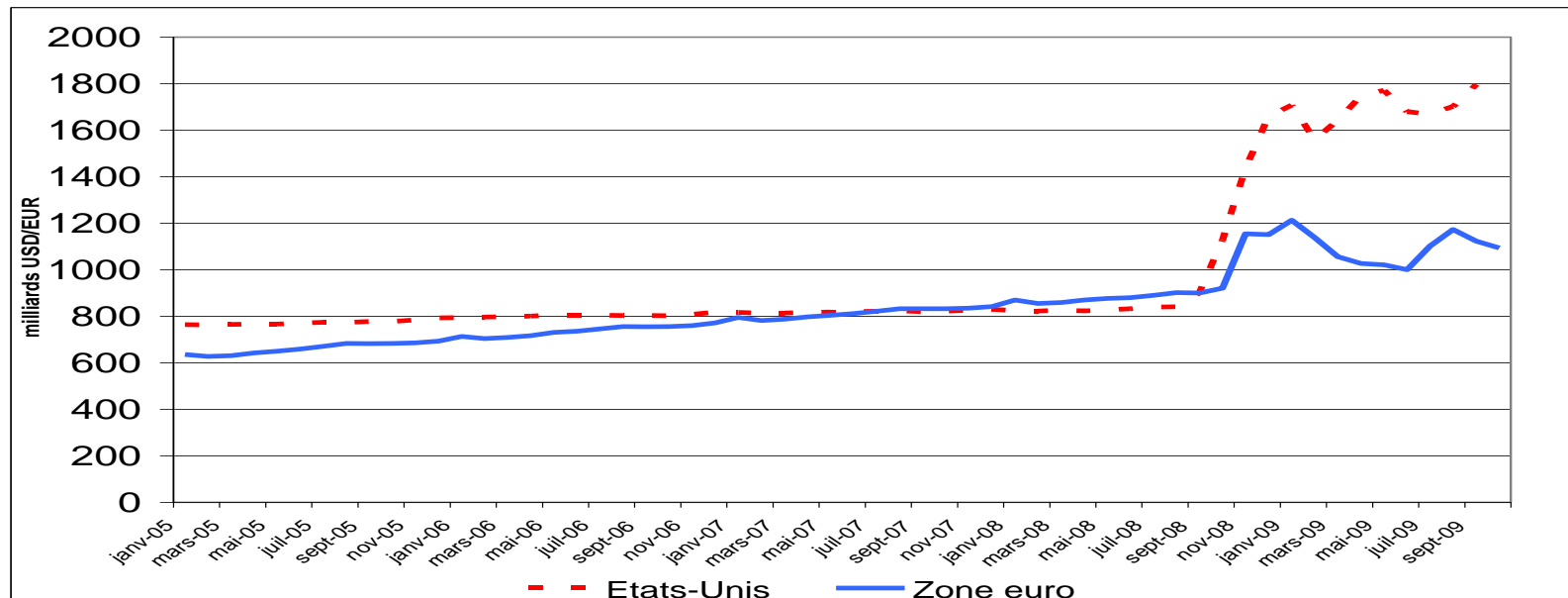
II.2.2 Doublées de mesures non conventionnelles

(Loisel, Mesonnier, 2009)

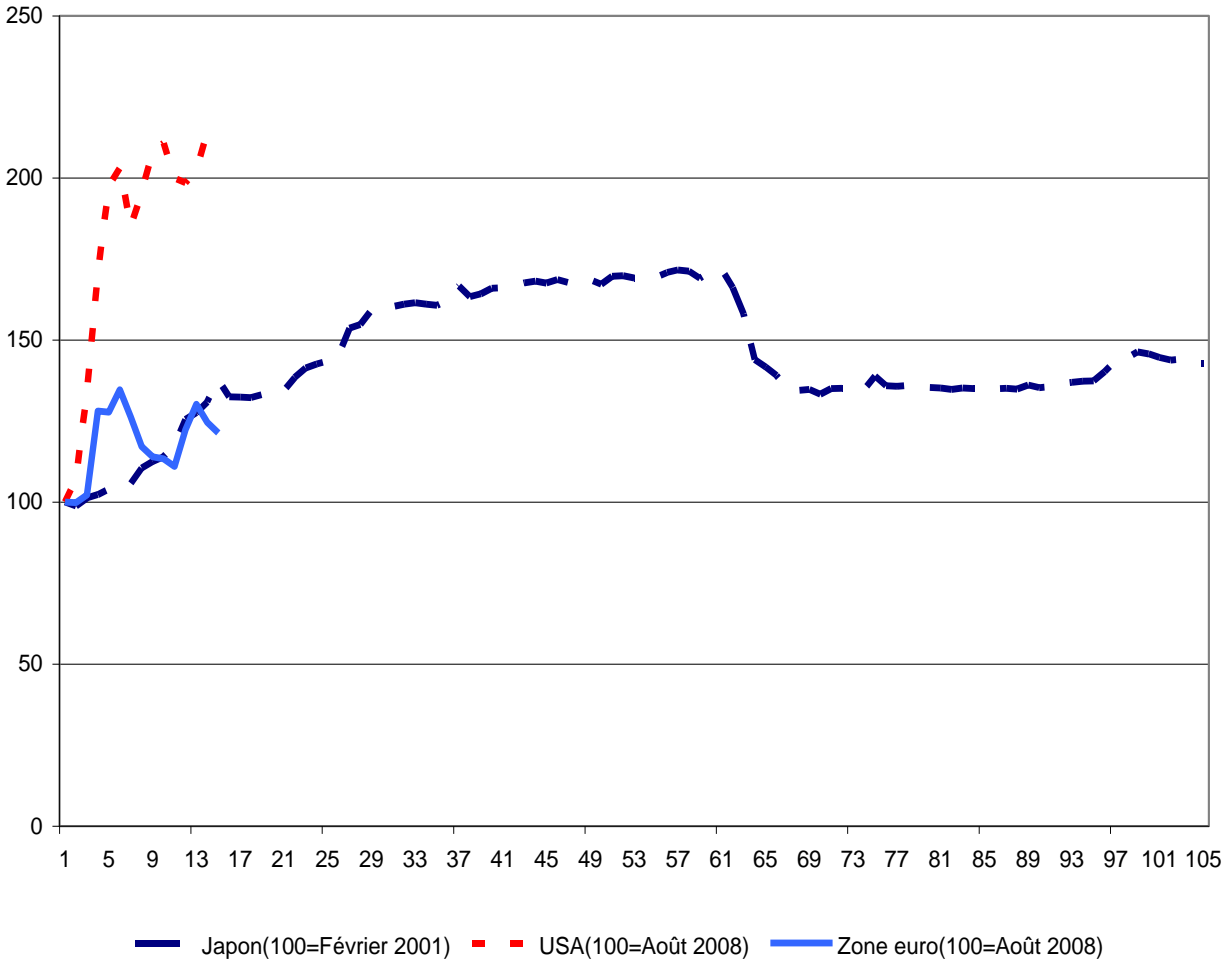
Objectif	Mesure	Achats de titres publics	Achats de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie		Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux		Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit		Non	Oui	Non

II.2.3 Les Banques Centrales font face à la demande de liquidité des banques

A/ Gonflement des bilans des banques centrales à l'automne 2008 : face au blocage du marché interbancaire, forte progression de la base monétaire (source Loisel, Mesonnier, 2009)



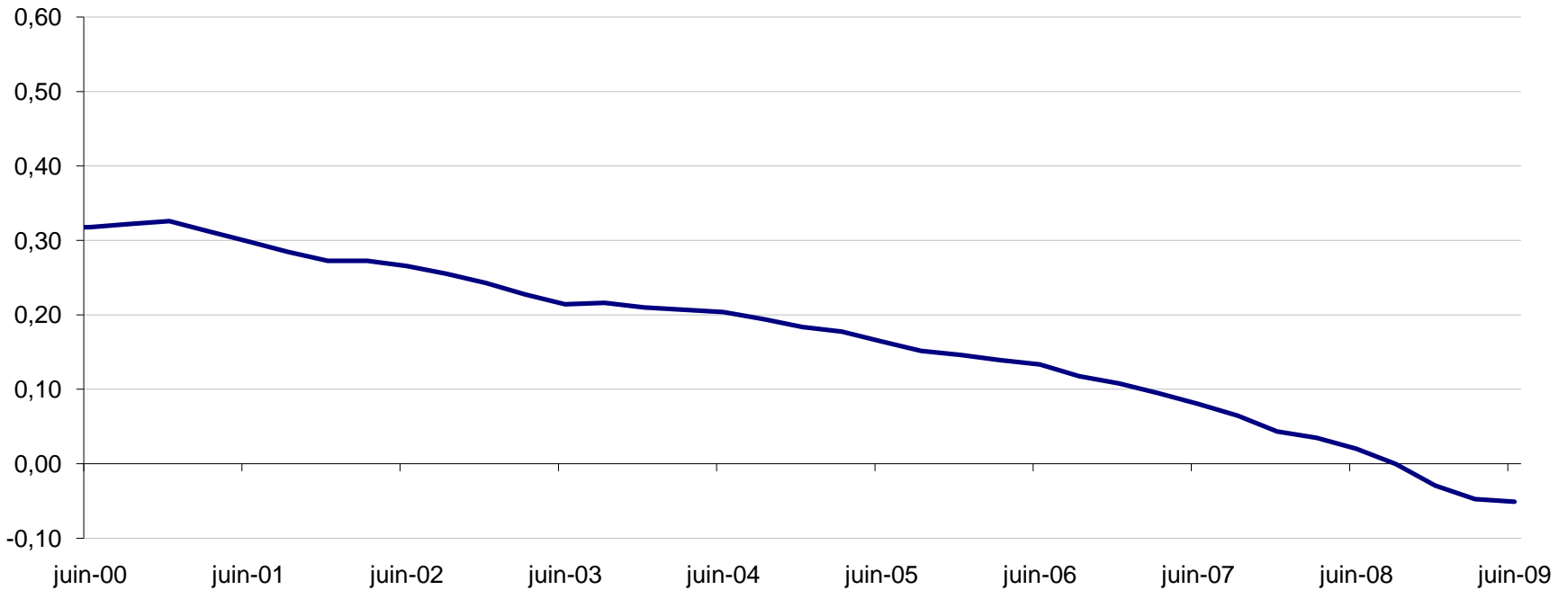
Gonflement de la base monétaire notamment aux Etats-Unis encore plus significatif qu'au Japon au début des années 2000



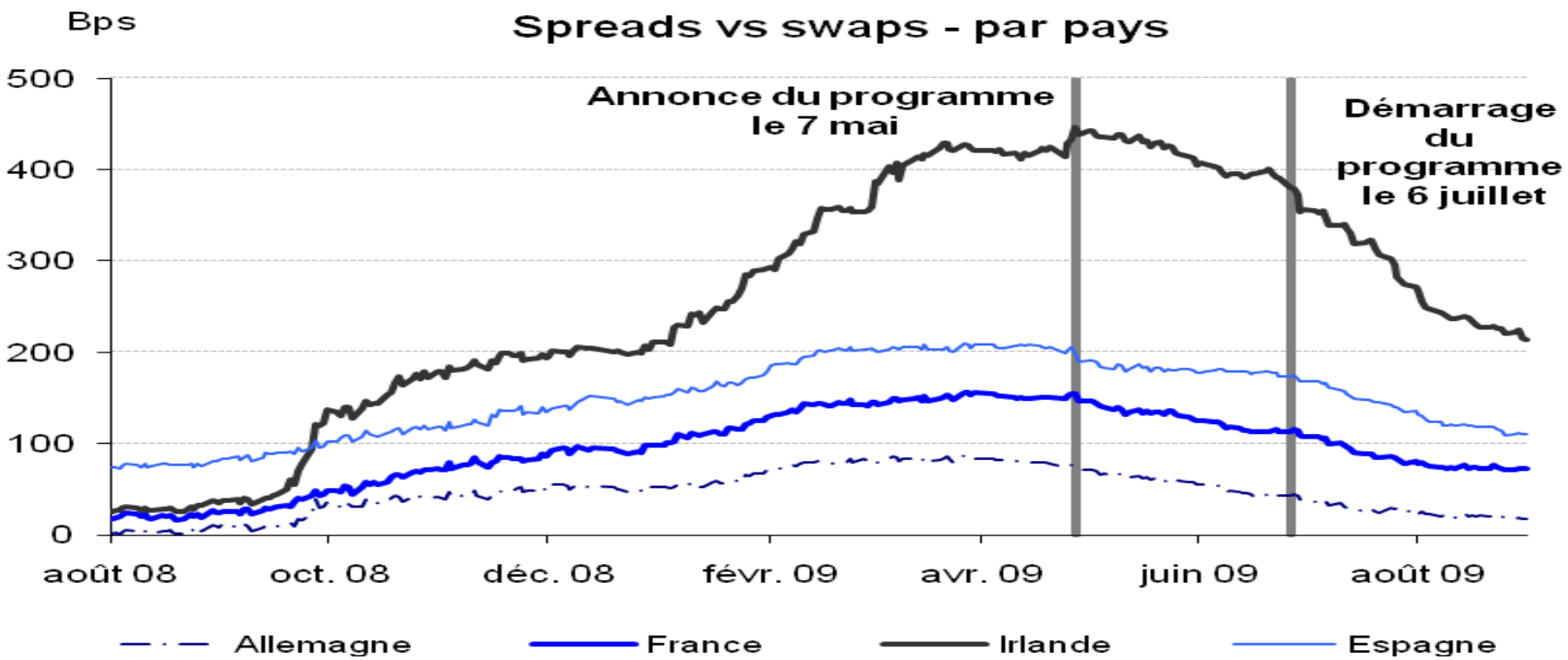
B/ Mais impact limité sur la vitesse de M3 en zone euro ($V=PT/M3$) qui se stabilise en raison du fort ralentissement de M3, conjointement avec PIB en valeur;

→ les risques inflationnistes à moyen terme sont atténués par la poursuite du trend à la baisse de la vitesse (l'augmentation des liquidités est associée à une moindre progression des transactions en valeur et donc des prix)

log



C/ Des résultats conformes aux attentes : un exemple, la réduction des spreads sur les covered bonds



II.2.4 Principes de sortie des politiques non conventionnelles

- Critère : objectif ultime en terme de **stabilité des prix**
- Flexibilité : sortie est automatique pour certaines opérations, qui ne seront renouvelées que si existe une demande
- Adaptabilité en fonction des événements = 2 scénarios
 - **Scenario 1** : Normalisation du marché interbancaire avant environnement macroéconomique -> démantèlement des mesures non conventionnelles
 - **Scenario 2** : Normalisation environnement macroéconomique avant marché interbancaire → politiques conventionnelles de hausse des taux d'intérêt

III - Principes communs

- Quels indicateurs et quels risques ?
- Quelle coordination ?
 - Entre les pays
 - Entre les politiques

III.1. Quelle coordination ?

A/ Quelle coordination entre les pays ?

- Externalités entre pays dans les politiques de consolidation
- Instruments
 - ❑ Pacte de Stabilité et de Croissance demeure la référence incontournable
 - ❑ Gestion des circonstances exceptionnelles par le Conseil EcoFin
 - **A l'heure actuelle, un consensus semble émerger pour faire débuter la consolidation en 2011 au plus tard, ECOFIN, BCE**
 - **Si la croissance en 2010 est supérieure aux anticipations → début en 2010**
 - ❑ Prise en compte des spécificités nationales dans la stratégie européenne : **ECOFIN** : « **no one size fits all** » : lors de la réunion informelle de l'ECOFIN à Göteborg du début du mois d'octobre dernier, il est ressorti que les efforts de consolidation budgétaire pourront être différents selon les pays sur la base de critères objectifs (niveaux de dette et de déficit, déséquilibres investissement épargne, soutenabilité des finances publiques).
Questions sur l'ampleur de l'ajustement : 0.5% du PIB/an est insuffisant

III.1. Quelle coordination ?

B/ Quelle coordination entre politiques économiques ?

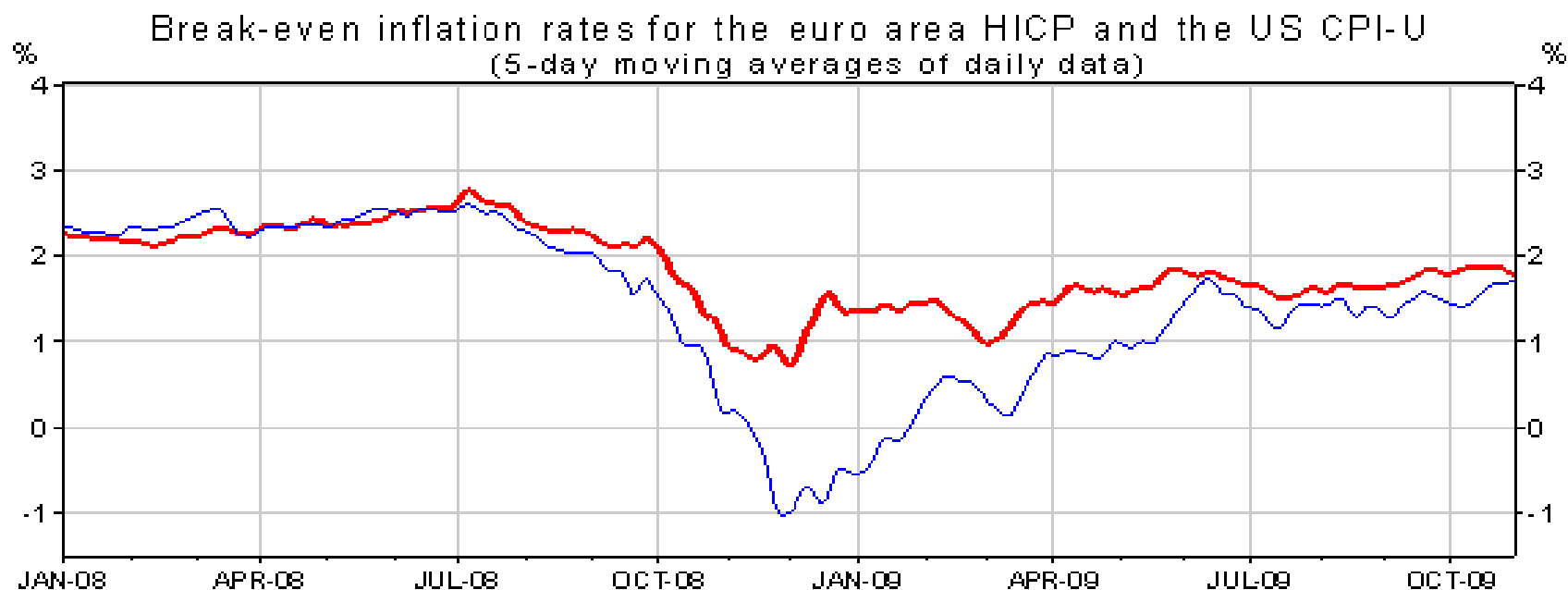
- Chronologie
 - Quelle chronologie optimale : arbitrage entre **une sortie trop précoce** qui pourrait handicaper la reprise **et une consolidation trop tardive** qui pourrait compromettre la soutenabilité des finances publiques ou la crédibilité des politiques monétaires.
 - Von Hagen/Pisani-Ferry/Weizsäcker : politiques budgétaires (compte tenu des contraintes du Pacte de Stabilité) puis politiques monétaires → reconnaît implicitement le pb considérable de soutenabilité budgétaire
 - BCE : objectif de stabilité des prix, lui-même garant de la croissance à long terme ; plus ajustement sera tardif sur le plan budgétaire, plus sera coûteux sur le plan monétaire
- Des degrés de liberté supplémentaires
 - Politiques prudentielles
 - Politiques structurelles, notamment pour faire face au vieillissement (Giavazzi, 2009):

III.2. Quels indicateurs et risques ?

A/ Indicateurs et risques pour l'inflation ?

- Des risques à la hausse
 - Inflation mondiale si effet Balassa-Samuelson (rattrapage)
 - Pression sur les matières premières en phase de reprise (cf Australie et Norvège : remontée des taux dans les pays exportateurs de matières premières)
 - Conflits de répartition face à un revenu agrégé en moindre progression
 - Mais aléas à la baisse : « cleansing effect » de la crise, restructurations, évolution cyclique avec reprise « lente »
- Pour l'instant aléas à la hausse ne se manifestent pas

Des anticipations d'inflation solidement ancrées



Sources: Datastream
Production: P O M O N E
Update: 10/30/09

— BEIR France 2015 10/30/2009: 1,79
— BEIR USA 2016 10/30/2009: 1,70

Des anticipations d'inflation solidement ancrées :

Survey of professional forecasters

	Survey horizons					
	2009	2010	2011	longer term	Sept. 2010	Sept. 2011
2009 Q4 SPF	0.3%	1.2%	1.6%	1.9% (1.92%)	1.3%	1.7%
<i>2009 Q3 SPF</i>	<i>0.4%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.0%</i> (1.98%)	-	-
Sept. 2009 MPE	0.4%	1.2%	1.4%	-	-	-
Consensus Economics Oct. 2009	0.3%	1.2%	1.5%	2.0%	-	-
Euro Zone Barometer Oct. 2009	0.3%	1.1%	1.5%	2.2%	-	-

Note: Longer-term inflation expectations refer to 2014 in the SPF and Consensus Economics, 2013 in the Euro Zone Barometer.

III.2. Quels indicateurs et risques ?

B/ Indicateurs et risques sur l'activité ?

- difficile en temps réel : comptes nationaux disponibles avec retard (J+30 ou J+45)
- non linéarités en période de reprise, changements structurels
- ce qui accroît le risque d'erreur risque de sortir trop tôt ou trop tard

Risque de sortie trop tôt du dispositif?

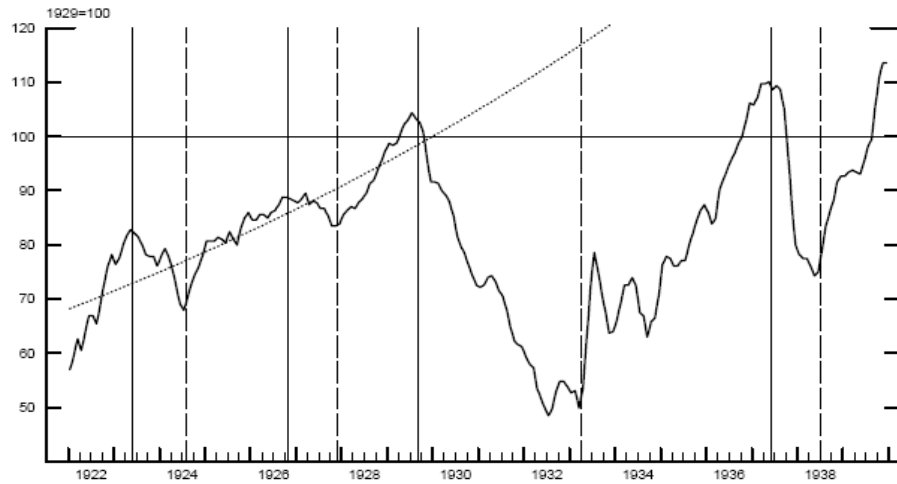
(Orphanides, 2003 pour dispositif monétaire)

- U.S.A (1937-38): augmentation des réserves obligatoires de 1/3 entre mars et mai 1937.
 - résultats : forte baisse de la production industrielle
 - interruption en avril 1938
- Japon
 - 1997 : hausse de la TVA mais échec de la reprise
 - 2000-01 : abandon de la politique de taux zero en août 2000 résultat : forte baisse de la production industrielle → Interruption en mars 2001

Sortie trop tôt?

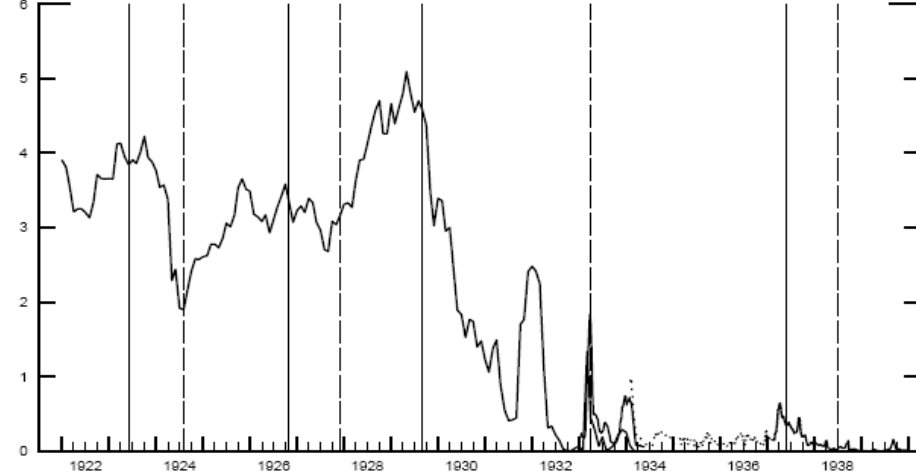
Economic Activity in the 1920s and 1930s

Industrial Production



Short-Term Interest Rates

Percent



III.2. Quels indicateurs et risques ?

C/ Indicateurs sur la normalisation du système financier

C1-Réduction des spreads sur marché interbancaire, mais risque de « bulles » spéculatives et situation particulière de certains établissements non assainis ; normalisation de la distribution du crédit (offre/demande de crédit)

C2-Pression des déficits publics sur les marchés financiers et impact sur l'économie réelle

Effet d'éviction:

Hausse dette publique → hausse de la demande sur le marché des fonds prêtables
→ hausse des taux d'intérêt, ou éviction de certains emprunteurs (cf préférence des ménages japonais pour titres publics)

Si validation empirique n'est pas assurée en économie ouverte, risque supplémentaire si endettement public généralisé suite à crise mondiale.

Primes de risque demandées par les marchés :

- Impact sur les cotes de crédit octroyées par les agences de notation globale
- Impact sur les CDS (Credit Default Swap) souverains
- Effets en retour sur l'économie réelle

Comportements Ricardiens des ménages face à politiques budgétaires non soutenables, mais suppose réduction des contraintes de liquidité (<-> période de reprise)

Conclusion

- Programmes de gestion de crise ont atteint leurs objectifs au cœur de la crise
- Crise inédite en raison de son caractère mondial
→ les méthodes traditionnelles de sortie de crise ne sont plus disponibles :
 - forte inflation d'après guerre difficilement envisageable dans un monde globalisé → impact sur la croissance à long terme
 - un ajustement avec hausse des impôts, qui pèserait sur le PIB potentiel, créerait des problèmes de compétitivité
- Dialogue passe par une responsabilisation des acteurs
- Sortie graduelle et progressive