

# Quand la coupe déborde

**Les crises des marchés financiers américains et britanniques se sont répercutées sur le reste du monde, ce qui explique la synchronisation de la récession**

Préparation de blé australien destiné à l'exportation.

*Trung Bui et Tamim Bayoumi*

**L**A CRISE mondiale actuelle — la plus grave et la plus étendue depuis les années 30 — pose de nouveau la question des répercussions des crises au niveau international. La gravité des problèmes financiers explique-t-elle la synchronisation de la récession? Autrement dit, si l'on avait anticipé les graves troubles financiers américains (et britanniques), aurait-on prévu un ralentissement mondial généralisé? Il y a de bonnes raisons de répondre affirmativement.

## Recherche des répercussions

Il a toujours été malaisé de comprendre les cycles conjoncturels internationaux. On sait que récessions et reprises dans les différents pays sont liées, surtout avec le cycle américain. Mais il n'est pas facile de savoir si les chocs mondiaux (comme le renchérissement du pétrole) déterminent le cycle des États-Unis, ou si les chocs qui surviennent dans ce pays (de politique monétaire et autres) guident l'évolution générale. L'idée reçue selon laquelle «quand les États-Unis éternuent, c'est le monde entier qui s'enrhume» implique l'existence d'un sens de la causalité, lequel a toujours été difficile à vérifier statistiquement.

En outre, pour comprendre les ramifications du cycle conjoncturel mondial, il faut analyser avec soin l'importance relative des principaux liens sur le plan du commerce, du marché financier et des prix des matières premières. Depuis vingt ans, le volume des échanges mondiaux a triplé et les flux financiers internationaux ont presque décuplé. Mais les économistes peinent à distinguer ces canaux différents (et peut-être corrélés). La crise récente émane clairement du système financier américain. Les relations financières sont-elles si importantes qu'elles dominent le canal traditionnel des échanges dans les grandes régions économiques avancées?

Un article récent (Bayoumi and Bui, 2010) complète l'étude de Bayoumi et Swiston (2009) sur les répercussions de la croissance du PIB réel dans les principales régions avancées : les États-Unis, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. Dans le but de modéliser aussi les chocs mondiaux, nous avons inclus un ensemble de petits pays industriels, structurellement et stratégiquement très divers, dont le comportement pourrait logiquement refléter ces chocs. On se sert de données allant du début des années 70 à la fin de 2007 pour évaluer l'ordre de grandeur des répercussions dans ces régions et les canaux qu'elles empruntent. Le choix de la date de départ empêche malheureusement d'utiliser les données de nombreux pays émergents, dont la Chine. De plus, la zone euro ne s'est constituée qu'à la fin des années 90, même si les principaux pays d'Europe continentale ont poursuivi leur longue intégration économique pendant toute la période considérée.

On emploie une méthodologie novatrice pour trouver le sens de la causalité, en calculant comment l'évolution dans le temps du degré de gravité des chocs entre pays correspond à l'importance relative de leurs liens (Rigobon, 2003). Si, par exemple, les chocs américains deviennent plus forts que les chocs japonais au moment même où la croissance américaine se lie plus étroitement à la croissance japonaise, on suppose que les répercussions vont surtout des États-Unis vers le Japon — la logique étant que des chocs américains plus forts conduisent à des corrélations supérieures. L'utilisation d'une série de changements plausibles de comportement des pays nous permet d'estimer le niveau d'incertitude du sens de la causalité que l'on a détecté. Avec la méthode traditionnelle, au contraire, on doit faire des hypothèses sur ce sens au lieu de l'estimer à partir des données. Selon nos résultats, ces hypothèses grossières sont invalidées par les données. En outre,

nous pouvons décomposer les sources des répercussions internationales au moyen des variables qui représentent les canaux éventuels d'un cycle (la contribution des exportations à la croissance des États-Unis, de la zone euro et du Japon, pour mesurer les liens commerciaux; les variations des cours des actions, des rendements obligataires et des taux d'intérêt à court terme dans ces mêmes régions, pour mesurer les liens financiers; les prix du pétrole et d'autres matières premières pour les liens en ce domaine).

### Sens et poids des répercussions internationales

Nous avons calculé les répercussions sur les autres régions d'un choc de 1 % du PIB réel aux États-Unis, dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et dans le reste du monde (graphique 1). Au vu du premier panneau du graphique, montrant l'effet sur les autres régions d'un choc de 1% du PIB réel des États-Unis, les chocs américains ont des répercussions significatives qui se développent graduellement. Au bout de deux ans, ce choc augmente le PIB réel des autres régions de 0,4 à 1 point, ce qui est substantiel, les États-Unis commerçant moins que les autres pays. Les répercussions sont en général statistiquement significatives, même quand on tient compte de l'incertitude due au sens de la causalité entre les régions.

En revanche, les répercussions de la zone euro, au départ comparables à celles des États-Unis, diminuent jusqu'à devenir insignifiantes (le reste du monde est une exception sur laquelle nous reviendrons). Les répercussions japonaises sur les autres régions sont faibles, ce qui est conforme à l'incidence minimale sur la croissance mondiale de la «décennie perdue» 90. Dans les deux autres régions, les répercussions sont significatives et progressivement plus fortes, mais de signes opposés. Un choc positif sur le PIB réel britannique augmente la production ailleurs au bout d'un certain temps (sauf dans le reste du monde). Bizarrement, l'incidence sur l'économie (bien plus grande) de la zone euro augmente régulièrement dans le temps. Les répercussions à court terme vont donc plutôt de la zone euro vers le Royaume-Uni, mais c'est le contraire à long terme. Enfin, une hausse de la production dans le reste du monde tend à l'abaisser dans les autres grandes régions.

Nous pensons que ces résultats s'expliquent intuitivement. Les deux régions dotées de grandes places financières ont des répercussions positives qui augmentent progressivement. Elles sont supérieures pour les États-Unis, qui jouent un plus grand rôle sur les marchés financiers mondiaux et ont une économie plus importante que le Royaume-Uni (ce dernier ayant un système financier très internationalisé, ses chocs découlent peut-être même de la situation financière mondiale). Au contraire, les répercussions émanant de la zone euro, qui a surtout des liens commerciaux avec les autres régions, diminuent au fil du temps; le Japon, moins ouvert aux échanges que la zone euro et dont la place financière a un poids limité, engendre peu de répercussions.

Les répercussions émanant du reste du monde (composé de plusieurs producteurs de matières premières, comme l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande) semblent surtout liées aux chocs sur leurs prix. Cela expliquerait pourquoi les

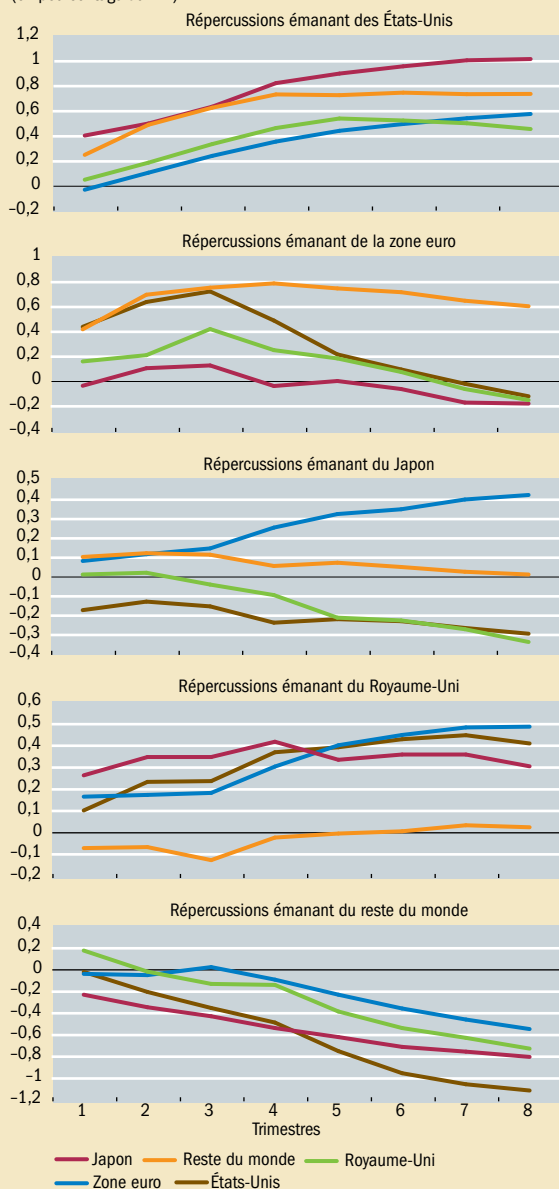
chocs positifs sur le PIB réel de cette région ont des retombées négatives ailleurs; et aussi pourquoi les répercussions positives des autres régions sur le reste du monde correspondent à peu près à leur poids dans l'économie mondiale, et donc dans la demande de matières premières : elles sont fortes pour les États-Unis et la zone euro, mais négligeables pour le Royaume-Uni. En bref, les chocs financiers américains et britanniques ainsi que les surprises des marchés de matières premières semblent déterminer le cycle conjoncturel

Graphique 1

### Les déterminants du cycle conjoncturel

Les répercussions émanant des États-Unis et du Royaume-Uni augmentent progressivement.

(en pourcentage du PIB)



Source : Bayoumi and Bui (2010).

Note : répercussions sur toutes les autres régions d'un choc de 1% du PIB réel pendant deux années.

rel mondial, la zone euro et le Japon jouant un rôle relativement mineur.

Nous examinons la plausibilité de cette interprétation de deux façons. D'abord, nous recherchons comment elle explique la «grande modération» des années 80, c'est-à-dire le recul de la volatilité macroéconomique dans de nombreuses économies avancées. Les résultats obtenus pour la première et la deuxième moitié de notre échantillon montrent que les chocs américains et britanniques diminuent nettement plus que ceux des autres régions (au Japon, ils augmentent même). La grande modération résulterait donc de moindres chocs dans les économies dotées de grandes places financières, d'où un environnement plus stable pour le reste du monde.

### Origine des répercussions

Ensuite, nous examinons plus directement les sources des répercussions pour voir si elles correspondent à nos hypothèses, selon lesquelles les États-Unis et le Royaume-Uni ont des liens assez importants d'ordre financier, tandis que le reste du monde a des liens assez importants sur le marché des matières premières. Les résultats figurent au graphique 2. Chaque barre représente l'importance moyenne des répercussions (pendant deux ans) pour chaque région : environ 0,5 point pour les États-Unis, 0,4 pour le reste du monde, un peu moins pour la zone euro et le Royaume-Uni, presque rien pour le Japon. La zone euro est un point de référence utile en raison d'un partage assez égal des répercussions financières, commerciales et par les matières premières. En revanche, aux États-Unis et (surtout) au Royaume-Uni, les facteurs financiers dominent; dans le reste du monde, ce sont les matières premières. Pour faire apparaître ces liens, on emploie une méthode totalement distincte de celle qui estime l'importance des répercussions; cela corrobore notre hypothèse initiale, à savoir que les répercussions américaines et britanniques sont largement financières, alors que, dans le reste du monde, elles passent surtout par les marchés de matières premières.

### Explication de la crise récente

Nos résultats expliquent la nature mondiale du boom des années 2000 et la gravité de la récession. Une série de chocs positifs aux États-Unis et au Royaume-Uni a entraîné une euphorie financière générale, qui s'est répercutée sur la croissance de toutes les grandes économies avancées. Mais elle a créé les conditions de sa disparition, notamment par une montée synchronisée des prix des matières premières. À la fin de

## Les chocs financiers américains et britanniques sont fortement ressentis par le reste de l'économie mondiale.

2007, le dégonflement de la bulle immobilière américaine a commencé, suivi peu après de l'éclatement de la bulle britannique et de tensions financières générales; ces chocs ont fini par ébranler les économies avancées, malgré des interventions monétaires et budgétaires massives. Cela confirme notre postulat selon lequel les liens financiers sont importants, et les chocs financiers américains et britanniques fortement ressentis par le reste de l'économie mondiale.

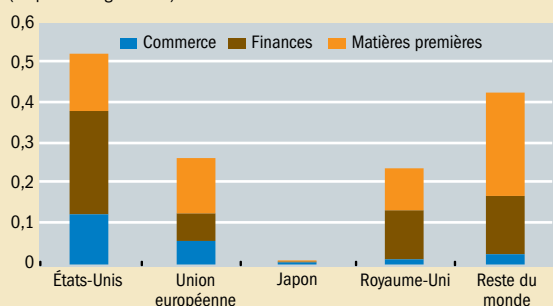
Nous admettons ne pouvoir rendre compte de tous les aspects de la crise. Sa synchronisation exceptionnelle doit beaucoup à la panique qui a suivi la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, provoquant l'arrêt soudain de la consommation de biens durables et de biens d'équipement, lui-même cause de brèves, mais fortes, retombées commerciales (Kose, Otrok, and Prasad, 2010). Néanmoins, conformément à nos résultats montrant la brièveté de l'effet des chocs commerciaux sur l'activité, les marchés émergents, surtout liés aux économies avancées par les échanges, se redressent rapidement; dans ces dernières, plus connectées financièrement, la reprise s'avère plus lente et difficile. ■

*Trung Bui est agent de recherche et Tamim Bayoumi conseiller principal au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.*

Graphique 2

#### Liens financiers

Les répercussions venant des États-Unis et du Royaume-Uni sont surtout financières; les répercussions venant du reste du monde opèrent surtout par la voie des matières premières. (en pourcentage du PIB)



Source : Bayoumi and Bui (2010).

Note : contribution aux répercussions moyennes pendant deux ans sur toutes les autres régions d'un choc de 1 % du PIB réel.

#### Bibliographie :

Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries," IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 2, p. 353–83.

Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, "Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?" IMF Working Paper (Washington, International Monetary Fund), à paraître.

Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok et Eswar Prasad, 2008, «Cycles économiques : découplage ou convergence?», Finances & Développement, volume 45, n° 2, p. 36–40.

Rigobon, Roberto, 2003, "Identification through Heteroskedasticity," The Review of Economics and Statistics, Vol. 85, No. 4, p. 772–92.