

POINT DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 3 : SUR LA MÊME LONGUEUR D'ONDE? EFFETS D'ENTRAÎNEMENT, CHOCS COMMUNS ET RÔLE DES LIENS FINANCIERS ET COMMERCIAUX
Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2013

**Rédigé par Abdul Abiad (chef d'équipe), Davide Furceri,
Sebnem Kalemli-Ozcan et Andrea Pescatori**

Points principaux

- La crise financière mondiale a déclenché une hausse sans précédent de la synchronisation de la production. Néanmoins, par le passé, de telles hausses furent de courte durée. Depuis 2010, les covariations de la production dans le monde entier sont presque revenues à des niveaux plus normaux, malgré les turbulences en Europe.
- Les chocs communs, tels qu'une panique mondiale ou des «coups de semonce», expliquent la majorité de l'augmentation de la synchronisation de 2009. Les liens financiers traditionnels ont aussi contribué à diffuser les tensions par-delà les frontières, mais seulement dans une moindre mesure.
- Les enseignements principaux pour les responsables économiques sont les suivants :
 - Les chocs financiers de grande envergure sont les plus importants : les fortes hausses de la synchronisation de la production ont souvent tendance à se produire pendant les crises financières.
 - La taille est importante! Les effets d'entraînement les plus cruciaux du point de vue mondial restent ceux provenant des États-Unis, bien que la zone euro, la Chine et le Japon soient des sources de contagion importantes dans leurs régions respectives.
 - Les chocs affectant la politique monétaire des États-Unis se transmettent par les taux d'intérêt et touchent plus les pays dont la monnaie est rattachée au dollar EU que les autres.
 - L'idée répandue selon laquelle la mondialisation financière entraîne *nécessairement* de plus grandes covariations de la production entre les pays *n'est pas fondée* à moins d'être en temps de crise : en temps normal, les liens financiers facilitent une allocation efficace des ressources, déplaçant les capitaux là où ils sont les plus productifs.
 - L'importance des chocs communs dans les effondrements synchronisés de la production indique que la coordination des politiques financières et budgétaires peut être bénéfique.

L'augmentation des covariations de la production pendant la Grande Récession a été sans précédent mais temporaire. Au plus fort de la crise financière mondiale, les pays ont marché d'un même pas à un point jamais observé dans l'histoire récente. Les corrélations des taux de croissance du PIB, qui étaient restées modestes dans les années qui ont précédé la crise, ont augmenté de façon spectaculaire en 2007–09 (graphique 1). Cette tendance ne s'est pas limitée aux pays avancés; elle a été observée dans toutes les régions. La hausse a néanmoins été temporaire et, depuis 2010, les covariations de la production sont revenues au niveau d'avant la crise, malgré les turbulences en Europe.

Les relations traditionnelles, telles que les liens financiers et commerciaux, ne peuvent pas expliquer intégralement les fortes hausses des covariations de la production.

Pendant la crise financière mondiale, les liens commerciaux ont peu contribué à diffuser la crise entre les pays. Les liens financiers ont contribué à transmettre les tensions financières par-delà les frontières mais d'autres facteurs — comme la panique mondiale, la montée de l'incertitude et les «coups de semonce» qui ont modifié la manière dont les investisseurs considéraient les risques et les bénéfices — ont agi comme un choc commun et joué un rôle bien plus grand dans la hausse de la synchronisation de la production.

Les fortes augmentations des corrélations de la production régionale et mondiale ont tendance à se produire pendant les crises financières. Les chocs financiers, même s'ils frappent des pays en particulier, sont souvent des chocs communs qui ont tendance à faire s'élever subitement les covariations de la production au niveau régional ou mondial (graphique 2). Quand la crise se produit dans un pays comme les États-Unis — qui est à la fois une grande économie et une place financière mondiale — les effets sur la synchronisation de la production mondiale peuvent être disproportionnés.

Pendant la crise de 2007–09, les chocs financiers aux États-Unis ont eu des effets de contagion environ quatre fois plus grands que pendant les autres périodes. Les effets de la crise financière mondiale sur la production ont donc été bien plus prononcés qu'on n'aurait pu le prédire à partir de l'ampleur du choc financier initial aux États-Unis, ce qui corrobore l'hypothèse selon laquelle d'autres facteurs impossibles à observer, comme une panique mondiale ou une remise en cause auto-entretenu des anticipations, ont joué un rôle important.

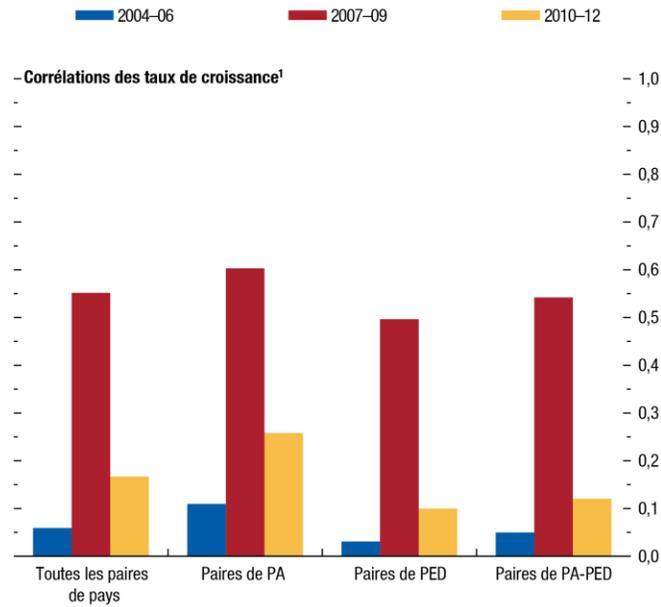
L'ampleur des effets d'entraînement dépend de la nature du choc et de la force des liens avec le pays d'où provient le choc. Par exemple, alors qu'un durcissement budgétaire aux États-Unis ou dans la zone euro affectera le plus les pays qui ont des liens commerciaux plus étroits avec ces pays, la normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis touchera principalement les pays dont la monnaie est rattachée au dollar EU, par le canal du taux d'intérêt (graphique 3). À l'opposé, les pays dont la monnaie flotte librement pourront bénéficier du rôle amortisseur de leur taux de change.

L'idée répandue selon laquelle la mondialisation financière entraîne *nécessairement* de plus grandes covariations de la production entre les pays n'est pas fondée à moins d'être en temps de crise. Les liens financiers transmettent les tensions financières par-delà les frontières, mais en temps normal, lorsque les chocs du côté de l'offre et de la demande dans l'économie réelle dominant, les liens financiers facilitent une affectation internationale efficiente des capitaux, les déplaçant là où ils sont les plus productifs. L'essentiel est de préserver les avantages d'une plus grande intégration financière tout en réduisant au minimum les risques connexes grâce à une meilleure supervision prudentielle, notamment en renforçant la coordination et la collaboration.

Coordonner les politiques pendant les effondrements synchronisés de la production peut être bénéfique. Par exemple, pendant les paniques mondiales, les injections coordonnées de liquidités représentent une part essentielle de la riposte à la crise, et une politique budgétaire coordonnée peut éviter aux pays de pratiquer une relance trop faible (le pays en question étant alors un passager clandestin) ou trop forte (les autres pays étant des passagers clandestins); en agissant de concert, l'ampleur de la relance budgétaire nécessaire à chaque pays est réduite.

Graphique 1. Évolution des covariations de la production, 2004–12

Les corrélations de la production, mesurées par les corrélations de la croissance ou de la production épurée de la tendance, ont fortement augmenté au paroxysme de la crise financière mondiale en 2007–09, mais elles ont baissé fortement ces dernières années.



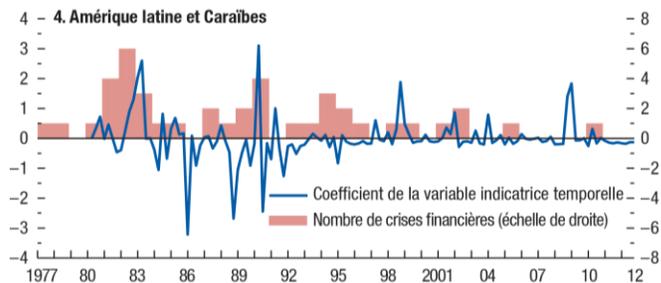
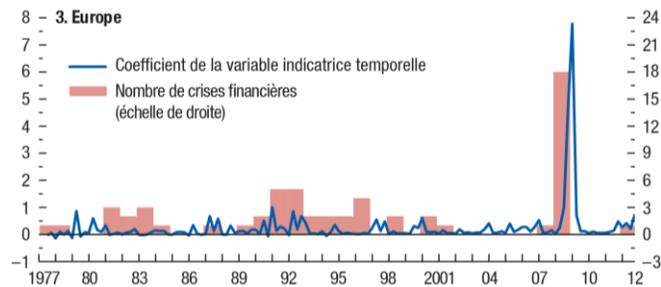
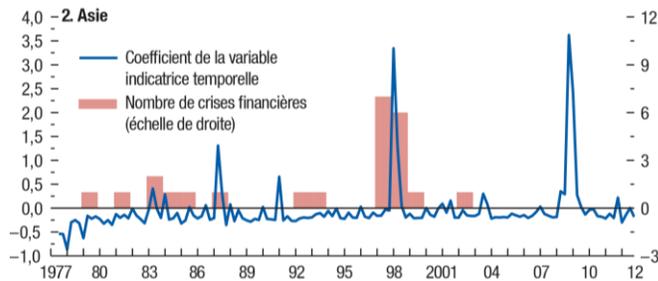
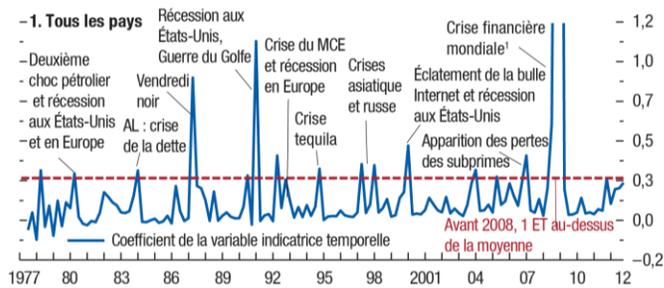
Sources : Haver Analytics; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; Organisation de coopération et de développement économiques; calculs des services du FMI.

Note : L'échantillon comporte 34 pays avancés et 29 pays émergents ou en développement. PA = paires de pays avancés; PED = paires de pays émergents ou en développement; PA-PED = paires de pays avancés et de pays émergents ou en développement. Voir les groupements de pays à l'appendice 3.1.

¹Moyenne simple des corrélations par paire des taux trimestriels de croissance du PIB.

Graphique 2. Comment expliquer les «chocs communs»?

Les hausses de la covariation mondiale correspondent à des événements mondiaux bien documentés, tels que des chocs pétroliers, des perturbations financières et des récessions dans les grands pays avancés. Les covariations de la production régionale confirment le rôle important des crises financières dans l'augmentation de la synchronisation de la production.



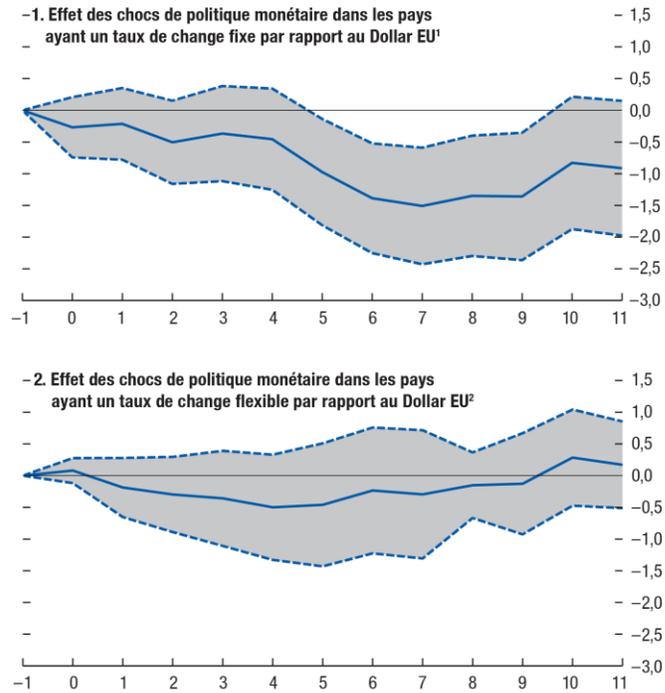
Sources : Laeven et Valencia (2012); calculs des services du FMI.

Note : ET = écart-type; AL = Amérique latine; MCE = mécanisme de change européen. Les courbes en bleu représentent les variables indicatrices temporelles d'une régression des quasi-corrélations instantanées sur les variables indicatrices des paires de pays et les variables indicatrices temporelles. Les récessions pour les États-Unis et la zone euro sont tirées respectivement du National Bureau of Economic Research et du Center for Economic and Policy Research. Les crises financières incluent les crises de change et de la dette, ainsi que les crises bancaires systémiques, tirées de Laeven et Valencia (2012); si un pays subit plus d'un type de crise pour une année donnée (par exemple, des crises de change et bancaires jumelées), cela compte comme une seule crise.

¹Les effets fixes temporels dépassent 5 au T4 : 2008 et au T1 : 2009.

Graphique 3. Effet des chocs de politique monétaire

(100 points de base)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les lignes en pointillés indiquent l'intervalle de confiance de 90 % autour de l'estimation ponctuelle.

¹ L'axe des ordonnées indique l'effet cumulé sur le niveau de la production industrielle. L'unité en abscisse est le mois; $t = 0$ représente le mois du choc.

² L'unité en abscisse est le mois; $t = 0$ représente le mois du choc.

**POINT DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 4 : LE YIN ET LE YANG DE LA GESTION DES FLUX DE
CAPITAUX : METTRE EN ÉQUILIBRE LES ENTRÉES ET LES SORTIES DE CAPITAUX
Perspectives de l'économie mondiale, automne 2013**

**Rédigé par John Simon (auteur principal), Jaromir Benes,
Jaime Guajardo et Damiano Sandri**

Points principaux

- Les fortes fluctuations des entrées de capitaux étrangers ont été moins déstabilisantes dans les pays où elles ont entraîné un ajustement financier (variations des réserves ou des sorties de capitaux des résidents nationaux) et non un ajustement réel (variations du compte courant).
 - Par le passé, les pays émergents ont généralement connu des ajustements réels perturbateurs : des entrées massives de capitaux ont entraîné un essor de l'économie nationale et un déficit du solde courant, suivis d'une crise déstabilisante lorsque les flux de capitaux se sont inversés.
 - Or, depuis une dizaine d'années, plusieurs de ces pays ont fait preuve d'une plus grande résilience à la suite d'un ajustement financier plus substantiel : lorsque les investisseurs étrangers ont retiré leurs capitaux, les résidents nationaux sont intervenus et ont rapatrié les actifs investis à l'étranger. Pendant la crise financière mondiale, ces pays ont affiché un PIB, une consommation et un chômage beaucoup plus stables.
- Les pays émergents qui ont absorbé les fluctuations des entrées de capitaux par le biais d'un ajustement financier présentent les caractéristiques suivantes, qui se renforcent mutuellement :
 - des institutions plus solides, des banques centrales crédibles et des politiques budgétaire et monétaire anticycliques;
 - des mécanismes plus développés de surveillance et de réglementation financières;
 - des régimes de change plus souples et des restrictions limitées sur les mouvements de capitaux.
- L'analyse propose des réformes susceptibles d'aider les pays émergents peu résilients à faire face plus efficacement aux variations des entrées de capitaux. Ces réformes, en encourageant l'ajustement financier privé, mettent en équilibre le yin des entrées de capitaux et le yang des sorties de capitaux.

Les entrées de capitaux dans les pays émergents constituent pour de nombreux dirigeants une source de préoccupation particulière et permanente. Cette appréhension est le fruit d'expériences éprouvantes, dont le meilleur exemple nous est offert par la crise asiatique de 1997–98, lorsque l'afflux soudain de capitaux a alimenté une croissance excessive du crédit, creusé les déficits des comptes courants, apprécié les taux de change et entraîné une perte de compétitivité. Lorsque ces flux se sont inversés, un ajustement douloureux est intervenu, caractérisé par de graves perturbations financières.

Ces réactions ne sont cependant pas communes à tous les pays émergents. Dans plusieurs d'entre eux, les entrées de capitaux n'ont pas entraîné d'explosion du déficit courant, mais un ajustement financier en vertu duquel les sorties brutes de capitaux des résidents nationaux viennent généralement compenser les entrées brutes volatiles des investisseurs étrangers. Quand ces derniers font entrer des capitaux dans le pays, les résidents nationaux investissent à l'étranger, et quand les investisseurs étrangers liquident leurs positions, les résidents nationaux rapatrient leurs avoirs étrangers. Ce mécanisme fait fonction de stabilisateur automatique pour les flux nets, et pare ainsi à de fortes fluctuations du solde courant.

Les pays émergents qui ont procédé à un ajustement financier de plus grande envergure face à la volatilité des entrées brutes de capitaux ont affiché des résultats nettement supérieurs durant la crise financière mondiale. Le graphique 4.2 montre qu'ils ont été beaucoup plus résilients : les fluctuations du solde courant et le ralentissement de la croissance du PIB et de la consommation y ont été plus modérés, et le chômage y a moins augmenté.

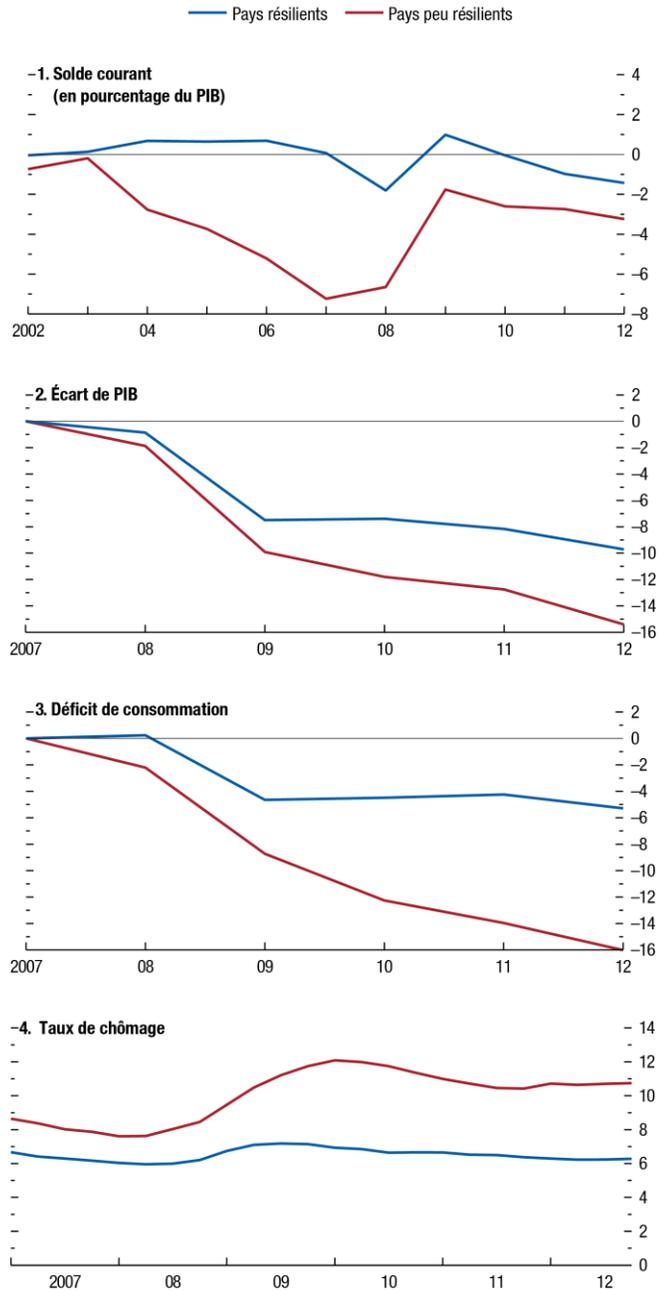
Le chapitre identifie quelques caractéristiques essentielles qui distinguent les pays émergents résilients (qui tirent profit de l'ajustement financier) des pays émergents peu résilients (qui subissent un ajustement réel de plus grande ampleur). Les premiers sont généralement dotés d'institutions de meilleure qualité et de banques centrales crédibles, et appliquent des politiques budgétaires et monétaires anticycliques. Ils disposent également de mécanismes plus performants de réglementation et de surveillance financières qui empêchent les intermédiaires financiers de prendre des risques injustifiés pendant les périodes de fortes entrées de capitaux. Enfin, ils pratiquent des régimes de change plus souples et des restrictions limitées sur les mouvements de capitaux, de sorte que les résidents locaux peuvent opérer avec efficacité des déplacements internationaux de capitaux et ont des incitations appropriées à le faire.

L'analyse propose des réformes susceptibles d'aider les pays émergents peu résilients à favoriser un ajustement financier stabilisateur de plus grande ampleur. Se fondant sur les études de cas du Chili, de la République tchèque et de la Malaisie, le chapitre propose que les pays commencent par renforcer leur secteur financier et leurs institutions. Une fois qu'une réglementation prudentielle et des politiques monétaires et budgétaires crédibles seront en place, ils pourront assouplir les restrictions qui subsistent sur les mouvements de capitaux ou le taux de change.

Graphique 4.2. Solde courant, PIB, consommation et chômage

(En pourcentage, moyenne)

Dans les pays peu résilients, une forte dégradation du solde courant est observable dans les années précédant la crise financière mondiale, suivie d'une inversion brutale de la tendance. Le PIB et la consommation y ont en outre enregistré une contraction nettement plus marquée par rapport à la tendance enregistrée avant la crise, et le chômage a accusé une hausse plus prononcée.



Source : calculs des services du FMI.