

Synchronisées?

Les économistes manquent de preuves d'une plus grande synchronisation des économies nationales

*Robin Brooks, Kristin Forbes, Jean Imbs
et Ashoka Mody*

LA MONDIALISATION accroît les liens entre les économies nationales, notamment par le biais des marchés financiers et du commerce. L'importance croissante de ces liens signifie-t-elle que la coordination internationale des politiques économiques est maintenant nécessaire pour assurer leur efficacité? Est-il approprié, dans une économie de plus en plus mondialisée, de prendre des décisions principalement au niveau national? Ces questions ont été posées lorsque, après une décennie d'expansion économique, la croissance a ralenti simultanément au début de l'an 2000 dans les économies avancées du Groupe des Sept (G-7), à savoir l'Allemagne, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni.

Les spécialistes se sont penchés sur deux questions. Dans quelle mesure le ralentissement de la croissance a-t-il résulté d'un choc à l'échelle mondiale qui a secoué simultanément ces économies? Et dans quelle mesure a-t-il résulté d'une transmission internationale plus rapide des chocs? Comme les chocs à l'échelle mondiale sont rares et leurs effets temporaires, ils sont moins préoccupants. Par contre, les économies nationales sont constamment exposées à des chocs. Si ces chocs se transmettent plus rapidement d'un pays à l'autre, les économies nationales peuvent évoluer en parallèle, ou «coévoluer», de façon permanente. Cette *coévolution* accrue pourrait entraver la capacité des pays de se sortir eux-mêmes d'un mauvais pas. Quelles sont donc les sources de coévolution? Sont-elles transitoires, le résultat d'un choc mondial, ou permanentes — signe que l'intensification des relations internationales rapproche les économies, et donc les politiques économiques nationales?

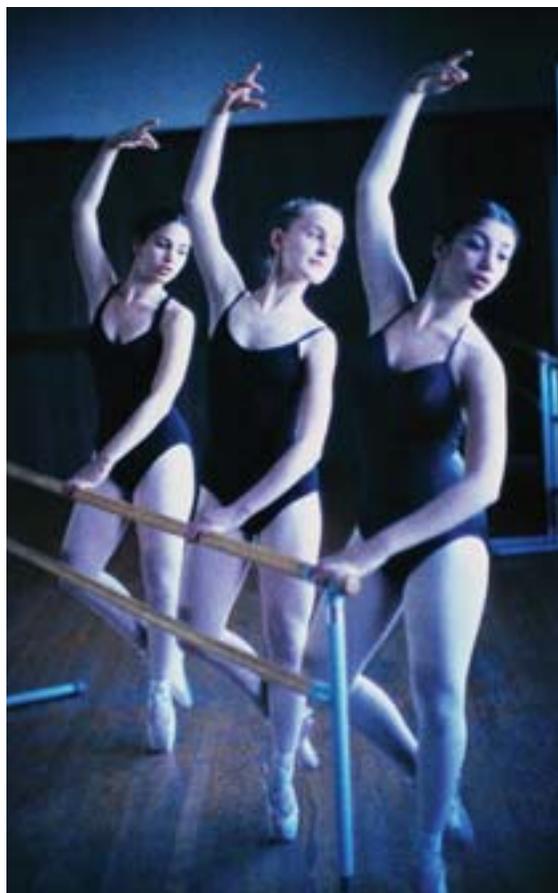
Les spécialistes distinguent la synchronisation des marchés de capitaux et celle de l'économie «réelle», par exemple la production de biens et services mesurée par le PIB. Bien que l'augmentation de la coévolution des marchés de capitaux soit relativement claire et cohérente, notent-ils, les indices d'une plus grande coévolution des économies réelles sont vagues et controversés. Si les cours des actions dans les économies avancées évoluent en parallèle la plupart du temps, le degré de synchronisation des économies réelles est bien plus faible.

Vues divergentes

Il n'est pas facile de mesurer la coévolution et les chiffres peuvent être interprétés différemment. Les graphiques 1 et 2

montrent que les corrélations entre les marchés boursiers des États-Unis et ceux d'autres pays avancés ou pays à marché émergent sont généralement plus élevées que les corrélations de leur PIB. Si la coévolution financière a progressé dans les années 90, surtout pour les marchés boursiers des pays du G-7, les corrélations entre les variables réelles (par exemple la croissance du PIB) n'ont pas clairement augmenté. Pour les pays du G-7, les corrélations réelles ont peut-être progressé à la fin des années 90 en même temps que les corrélations financières, mais elles sont restées inférieures à leur niveau du début des années 90. Dans les pays à marché émergent, bien que les corrélations financières soient plus faibles que dans les pays du G-7, elles ont aussi augmenté régulièrement.

La progression des corrélations financières dans les années 90 va de pair avec une plus grande ouverture des marchés de capitaux. Le graphique 3 fait état d'une légère hausse de l'ouverture aux échanges dans les années 90, mais



d'une progression bien plus nette de l'ouverture financière (mesurée par le ratio des avoirs et engagements internationaux d'un pays à son PIB). Le graphique 4 montre que les portefeuilles internationaux d'actions ont augmenté aussi au fil des années 90, d'où une réduction du «biais» national dans ce type de portefeuilles. Cette évolution s'explique largement par une ouverture progressive des pays aux capitaux internationaux.

Cette plus grande ouverture a favorisé une vive hausse des flux de capitaux et conduit à de plus fortes corrélations entre les marchés financiers de la planète. Mais les économistes ne s'accordent pas sur l'interprétation des chiffres concernant l'économie réelle, tandis que, même pour les marchés financiers, le degré de corrélation a peut-être été faussé par la bulle Internet dans les années 90. Pour certains auteurs, la coévolution des économies réelles a progressé, pour d'autres, elle a été stable, et pour d'autres, elle a même diminué (graphiques 1 et 2). Ces différentes interprétations ne sont pas étonnantes puisque la théorie économique porte à croire que la relation entre la coévolution des économies réelles et celle des marchés financiers est loin d'être évidente. Le graphique 5 illustre cette relation complexe, notamment une série d'effets directs ou indirects entre l'intégration financière, l'intégration réelle et la spécialisation. Le graphique évoque la possibilité que l'intégration financière, par exemple, a peut-être des effets de compensation sur la coévolution des économies réelles, ce qui explique l'absence d'une réaction marquée des variables réelles à l'intégration financière.

Des explications rivales

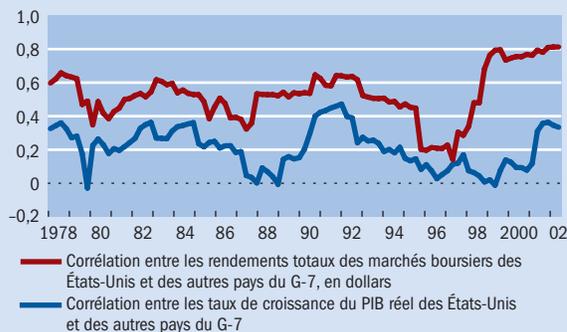
Il existe deux principaux facteurs d'explication à la progression de la coévolution réelle : l'intégration commerciale et la spécialisation. L'économie d'un pays tend à évoluer parallèlement à celle de ses principaux partenaires commerciaux, les récessions et les expansions traversant les frontières. Les pays et les régions engagés dans des activités économiques similaires sont aussi exposés à des développements similaires, notamment des chocs mondiaux tels que les fluctuations des prix du pétrole. Cependant, l'intégration financière permet aux pays de diversifier leur consommation sans devoir diversifier leur production et donc de se spécialiser d'un point de vue économique, ce qui réduit la coévolution des économies réelles. Mais, si les investisseurs ont l'esprit grégaire, les capitaux se déplaceront de façon similaire d'un pays à l'autre, ce qui renforce la coévolution réelle. L'effet de l'intégration financière sur celle-ci est donc ambigu.

Cependant, l'explication ne s'arrête pas là, car l'intégration commerciale, l'intégration financière et la spécialisation sont étroitement liées (graphique 5). Comme l'intégration financière, l'ouverture au commerce permet aux pays de se spécialiser dans des secteurs où ils disposent d'un avantage comparatif. Donc, tant l'intégration financière que l'intégration commerciale peuvent réduire indirectement la coévolution des économies réelles en influant sur le degré de spécialisation, même si leurs effets directs sont positifs. Savoir lesquels de ces effets l'emportent sur les autres est une question empirique, mais la présence de ces phénomènes de compensation peut expliquer le manque apparent d'une tendance manifeste de coévolution des économies réelles, bien que l'intégration financière ait sans aucun doute progressé. Il en résulte aussi que les politiques commerciales et financières ont des effets potentiellement ambigus sur la mondialisation des cycles conjoncturels.

Graphique 1

En phase...

Le degré de coévolution des marchés boursiers nationaux au sein du G-7 a augmenté notablement à la fin des années 90, tandis que le degré de synchronisation des cycles conjoncturels de ces pays est globalement stable.

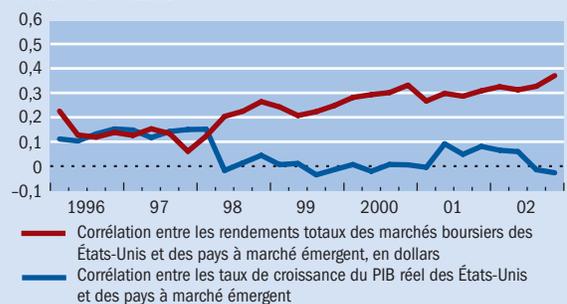


Sources : DataStream (rendements totaux des marchés boursiers); FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PIB réel).
Note : corrélations calculées entre chaque pays du G-7 et les États-Unis à l'aide d'une plage mobile avec des données trimestrielles de 1974 à 2002. La corrélation indiquée est la moyenne de toutes les corrélations par paire pour le trimestre donné.

Graphique 2

... et en harmonie?

Un phénomène similaire apparaît dans les pays à marché émergent, où les corrélations des marchés boursiers augmentent aussi, tandis que la coévolution des économies réelles est stable.



Sources : DataStream (rendements totaux des marchés boursiers); FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PIB réel).
Note : corrélations calculées à l'aide d'une plage mobile avec des données trimestrielles de 1991 à 2002. Des données sur les pays ci-après ont été utilisées : Argentine, Brésil, Chili, Indonésie, Malaisie, Mexique, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande. La corrélation indiquée est la moyenne de toutes les corrélations par paire pour le trimestre donné.

Le graphique 5 montre aussi que l'économie réelle et les marchés financiers peuvent évoluer en parallèle lorsque des chocs économiques ou des événements significatifs touchent tous les pays du monde, par exemple les nouvelles technologies. Parmi les chocs mondiaux figurent les bulles boursières, qui apparaissent lorsque les anticipations des investisseurs ne sont pas conformes aux données économiques fondamentales. Cependant, comme la plupart des chocs mondiaux tendent à être temporaires, ils n'ont qu'un effet à court terme sur la coévolution des économies réelles et des marchés financiers.

Explication des tendances récentes

La récente progression de la coévolution financière est-elle simplement un phénomène propre aux marchés financiers, ou trouve-t-elle son origine dans l'économie réelle? Il est difficile

de répondre empiriquement à cette question parce que les marchés financiers sont bien plus instables que l'activité économique sous-jacente. Cependant, de récentes études aident à se rapprocher d'une réponse.

Robin Brooks et Marco del Negro ont étudié le lien entre la coévolution internationale des marchés boursiers et le degré d'internationalisation des entreprises. Sur la base de données sur les rendements des actions et les variables des bilans au niveau des entreprises, ils observent un effet étonnamment élevé. Une entreprise qui accroît de 10 % la composante internationale de ses ventes accroît de 2 % l'exposition du rendement de ses actions aux chocs mondiaux et réduit de 1,5 % son exposition aux chocs nationaux. Les deux économistes notent aussi que ce lien s'est renforcé depuis le milieu des années 80. Leurs travaux semblent indiquer que la récente progression de la coévolution entre les marchés boursiers nationaux apparaît dans l'économie réelle et complètent des données antérieures selon lesquelles, au niveau régional, les réformes institutionnelles, telles que l'Union monétaire européenne, renforcent la coévolution des marchés boursiers.

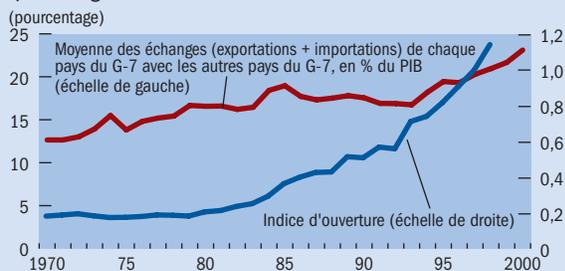
Deux autres économistes, Kristin Forbes et Menzie Chinn, observent aussi une relation entre les variables réelles et les rendements sur les marchés financiers. Ils neutralisent l'effet des chocs mondiaux et sectoriels pour isoler la coévolution des prix des actifs dans deux pays et rapprochent ces coévolutions des relations commerciales et financières entre ces mêmes pays. Ils notent que les relations entre pays ne deviennent des déterminants importants de la coévolution des prix des actifs que dans la seconde moitié des années 90, et en particulier que, pendant cette période, les relations commerciales constituent un déterminant significatif des coévolutions des marchés d'actions et d'obligations, et ce davantage que les relations découlant d'investissements directs étrangers ou autres flux financiers.

Il y a donc lieu de penser que les coévolutions des économies réelles et des marchés financiers sont liées et que la vigueur de cette relation varie dans le temps. Selon Jean Imbs, auteur de l'analyse qui sous-tend le graphique 5, l'intégration financière entraîne une plus grande coévolution des écono-

Graphique 3

Plus ouvert

La plus grande coévolution financière va de pair avec une augmentation notable de l'ouverture financière. L'intégration commerciale a progressé beaucoup moins que l'intégration financière.



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain; calculs des auteurs.

Note : L'indice d'ouverture est le ratio du total des avoirs et engagements extérieurs au PIB (Lane and Milesi-Ferretti, 2001). Échanges calculés à l'aide de données annuelles de 1970 à 2000; l'indice d'ouverture est basé sur des données annuelles de 1970 à 1998.

Graphique 4

Des investisseurs plus aventureux

La plus grande coévolution financière va de pair aussi avec l'internationalisation des portefeuilles d'investissement pendant les années 90 (ou réduction du «biais national»).



Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain.
Note : parts calculées sur la base de données trimestrielles de 1980 à 2002.

mies réelles, bien qu'elle favorise aussi la spécialisation. Imbs confirme que les partenaires commerciaux et les économies dont les structures sectorielles de production sont similaires sont plus corrélés. Donc, le manque d'indices manifestes d'une augmentation de la coévolution des économies réelles pourrait s'expliquer par les interactions complexes de facteurs qui se neutralisent : intégration financière, intégration commerciale et spécialisation.

Sources des chocs mondiaux

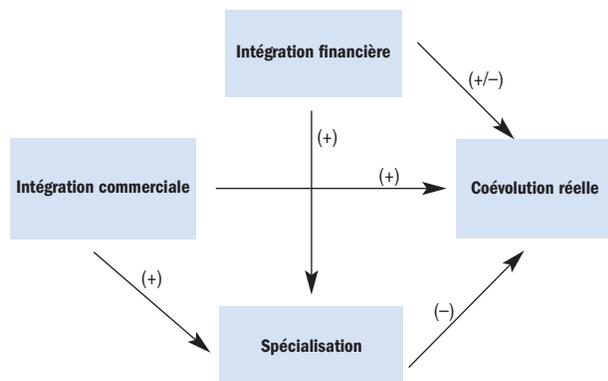
Les chocs économiques varient par leur effet et leur durée. Ils peuvent être provoqués par des variations soudaines des termes de l'échange ou par les retombées de problèmes intérieurs d'une grande économie. Les chocs mondiaux sont parfois aussi le résultat d'une action concertée de plusieurs pays. Ayhan Kose, Christopher Otrok et Charles Whiteman ont estimé l'importance des chocs mondiaux au cours du siècle écoulé et ont cherché à en identifier les sources. Il ressort de leur étude que, si les fluctuations des prix pétroliers ont été des sources notables de chocs dans les années 70, une cause plus récente est la similarité des politiques monétaires et budgétaires d'un pays à l'autre.

Il se peut aussi que la coévolution augmente en raison de la convergence de certains facteurs institutionnels. L'évolution des normes internationales de réglementation financière, telles que les normes de fonds propres et les normes comptables, est à prendre particulièrement en compte. Par exemple, Kan Li, Randal Morck, Fan Yang et Bernard Yeung notent qu'une plus grande liberté des mouvements de capitaux pousse à renforcer la transparence et réduit l'influence des facteurs nationaux sur les variations des cours des actions.

Parmi les autres facteurs qui favorisent la coévolution figurent l'accélération de la croissance de la productivité et la diffusion des innovations, telles que les technologies de l'information dans les années 90. Cependant, il est difficile de distinguer la part de la progression de la coévolution qui résulte de l'expansion des gains de productivité et celle découlant d'une bulle financière (où les attentes des marchés et les données économiques fondamentales se désalignent). La progression de la coévolution des marchés financiers dans les années 90 ainsi que le lien accru entre les variables réelles et la coévolution financière s'expliquent sans aucun doute par une combinaison de véritables gains de productivité et d'une bulle financière.

Examiner les liens

Les effets de l'intégration financière croissante sur la coévolution des économies réelles sont complexes. La nature du lien est ambiguë parce que des marchés de capitaux intégrés peuvent permettre aux pays de se spécialiser davantage sur le plan économique, ce qui réduit la coévolution «réelle». Mais si les investisseurs ont l'esprit grégaire, la structure des flux de capitaux vers des pays aux caractéristiques assez différentes peut être similaire, ce qui accroît la coévolution réelle.



Source : Jean Imbs, 2003.

Comment expliquer une bulle

Le risque de bulle financière constitue un souci important pour les décideurs. Les marchés financiers se forment parfois leur propre trajectoire dans les cas de bulles qui durent plusieurs années; même des bulles de courte durée peuvent avoir des répercussions notables. Les crises financières qui s'étendent sur plusieurs pays peuvent entraîner de substantielles pertes économiques et sociales. D'où la question de savoir pourquoi et jusqu'où les crises s'étendent. Graciela Kaminsky et Carmen Reinhart ont abordé un aspect de cette question en étudiant les variations positives et négatives extrêmes sur les marchés financiers. Elles notent que ces variations restent généralement contenues au sein d'une région. Cependant, lorsque ces variations extrêmes sur les marchés émergents provoquent des mouvements similaires sur des places financières importantes, il est plus probable que la contagion prendra une dimension mondiale.

John Griffin, Federico Nardari et René Stulz ont examiné les répercussions de l'évolution des marchés boursiers émergents

et développés sur les résultats des marchés de capitaux intérieurs. Ils concluent que la tendance observée des flux financiers n'est pas conforme aux modèles théoriques qui reposent sur des marchés financiers parfaits et des investisseurs qui connaissent la véritable distribution des rendements des actions. Les flux de capitaux vers les marchés émergents sont généralement élevés lorsque les rendements des actions sont étonnamment hauts au niveau mondial. Les sorties de valeurs mobilières des marchés émergents peuvent être considérables même lorsque les données fondamentales d'une économie ne fluctuent pas.

Conclusions

Il est clair que la coévolution financière a augmenté pendant les années 90 du fait de la hausse des mouvements de capitaux. Certains indices portent à croire que la coévolution financière et la coévolution réelle se renforcent mutuellement. Cependant, les marchés financiers et les économies réelles n'ont pas toujours évolué en parallèle. Nous commençons à comprendre ces relations. Il est difficile aussi de prévoir des tendances, car la forte hausse de la coévolution financière dans les années 90 était en partie le résultat d'une bulle et, donc, cette coévolution va inévitablement diminuer. Mais, même si c'est le cas, l'intégration des marchés financiers reste élevée et les chocs secouant les principaux marchés continueront de se faire sentir ailleurs. Les décideurs continueront de se demander comment riposter aux évolutions de l'économie réelle et des marchés financiers dans d'autres pays. La mondialisation est un concept analytique confus — et dont on abuse souvent. En mettant l'accent sur les facteurs économiques et institutionnels des coévolutions mondiales et régionales, nous pourrions mieux comprendre les changements complexes et passionnants qui sont en cours. ■

Robin Brooks est économiste au Département des études du FMI, Kristin Forbes maître de conférences en gestion internationale au MIT (Sloan School of Management), Jean Imbs maître assistant en économie à la London Business School et Ashoka Mody Chef de division au Département des études du FMI. Cet article s'inspire de documents présentés lors d'une conférence parrainée par le FMI sur les relations internationales, les 30 et 31 janvier 2003.

Bibliographie :

Brooks, Robin, and Marco Del Negro, 2002, "International Stock Returns and Market Integration: A Regional Perspective," IMF Working Paper 02/202 (Washington: International Monetary Fund).

———, 2003, "Firm-Level Evidence on International Stock Market Comovement," IMF Working Paper 03/55 (Washington: International Monetary Fund).

Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, "Long-term Capital Movements," IMF Working Paper 01/107 (Washington: International Monetary Fund).

Les études suivantes sont disponibles sur le site Web de Global Linkages : <http://web.mit.edu/kjforbes/www/GL-Website/index.htm> :

Forbes, Kristin, and Menzie Chinn, 2003, "A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets over Time."

Griffin, John, Federico Nardari, and René Stulz, 2003, "Are Daily Cross-Border Equity Flows Pushed or Pulled?"

Imbs, Jean, 2003, "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization."

Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 2003, "The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil."

Kose, M. Ayhan, and Christopher Otrok, 2003, "Understanding the Evolution of World Business Cycles."

Li, Kan, Randal Morck, and Fan Yang, 2003, "Time Varying Synchronicity in Individual Stock Returns: A Cross-Country Comparison."

Rouwenhorst, K. Geert, William Goetzmann, and Lingfeng Li, 2003, "Long-Term Global Market Correlations."