



# Différences *d'impact*

*Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhack  
et James P. Walsh*

**L**A CRISE financière mondiale apparue dans les économies avancées a donné un coup de frein à la croissance dans le reste du monde en 2008 et 2009. Toutefois, certains pays s'en sont mieux sortis que d'autres. Faut-il attribuer ces meilleurs résultats à leur degré d'ouverture commerciale ou financière, à l'absence de faiblesses fondamentales, qui les rend moins vulnérables aux forces extérieures, ou bien à la qualité de leurs politiques économiques, qui les aurait mis à l'abri de la tourmente mondiale?

Pour comprendre pourquoi le bilan de certains pays est meilleur, nous avons examiné les révisions apportées aux prévisions de croissance du produit intérieur brut (PIB), avant et après la crise, pour 40 pays émergents et 126 pays en développement (dont les marchés émergents). Nous avons ensuite évalué l'importance de nombreux facteurs susceptibles d'expliquer l'ampleur des écarts entre ces prévisions. En nous concentrant sur les variations de ces prévisions, nous avons évité nombre de problèmes qui sinon auraient été difficiles à surmonter. Il n'est pas aisé, par exemple, de neutraliser les

écarts de taux de croissance qui sont liés uniquement aux niveaux de développement ou à la position des pays dans le cycle économique, ou les autres facteurs qui ne sont pas liés à l'impact de la crise. En outre, cette méthode nous a permis d'intégrer les effets escomptés à court terme des politiques économiques. Nous nous sommes servi des projections d'analystes de *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) pour calculer la variation des prévisions de croissance pour 2009 entre les périodes janvier-juin 2009 et janvier-juin 2008. Nous avons aussi utilisé la mise à jour de prévisions de croissance des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) du FMI.

Pour 2009, les révisions apportées aux projections de croissance oscillent entre -18 % et -1,5 %. C'est dans les pays d'Europe de l'Est et d'Asie centrale que la baisse de la croissance est la plus marquée. En Amérique latine, le repli est bien moins marqué (graphique 1). D'après notre analyse, c'est pour les pays où la dette publique est la plus élevée et où les prêts au secteur privé croissent le plus rapidement que la révision à la baisse des perspectives de croissance

**Pourquoi certains pays ont-ils souffert plus que d'autres de la crise mondiale?**

est la plus forte. À l'évidence, la flexibilité du taux de change a permis d'atténuer l'impact du choc : les pays ayant des régimes de change fixe ont souffert bien davantage.

### Comment la crise s'est-elle propagée?

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la contagion de la crise des économies avancées au reste du monde, notamment les *liens commerciaux* et les *liens financiers*. En outre, les pays affichant des *facteurs de vulnérabilité* (déficit extérieur courant important, endettement élevé, réserves limitées ou forte croissance du crédit) risquaient davantage de subir de plein fouet les ef-

fets de la récession mondiale. À l'inverse, les pays appliquant des *politiques économiques* efficaces (taux de change flexible, excédent budgétaire ou cadre institutionnel crédible) auraient dû mieux résister à la crise.

Pour les 40 marchés émergents, ce sont les *facteurs financiers* qui semblent déterminer l'ampleur de la révision des projections. Ainsi, les pays qui ont connu une explosion du crédit ont davantage souffert du ralentissement : l'endettement, mesuré par le ratio crédit/dépôts, et la croissance cumulée du crédit sont des variables explicatives importantes dans de nombreux cas. D'après les résultats, si les pays du quartile le plus endetté de l'échantillon (avec un taux moyen d'endettement de 185 % du PIB) avaient eu un taux d'endettement similaire à celui des pays du quartile le moins endetté (83 %), la révision de leur taux de croissance aurait été inférieure de 4,1 points en moyenne. L'impact est à peine moindre pour la croissance du crédit : si le quartile des pays affichant la plus forte croissance cumulée du crédit (350 % en moyenne) avait connu le même taux de croissance du crédit que les pays du quartile ayant le plus faible taux de croissance du crédit (14 % seulement en moyenne), la révision aurait été inférieure de 3,3 points (graphique 2).

Dans l'ensemble, la croissance des pays dont les *taux de change sont plus flexibles* a été moins revue à la baisse. Dans la plupart des cas, les révisions à la baisse ont été plus prononcées pour les pays à taux de change fixe (de plus de 2 points en moyenne) par rapport aux pays dont le taux de change est plus souple.

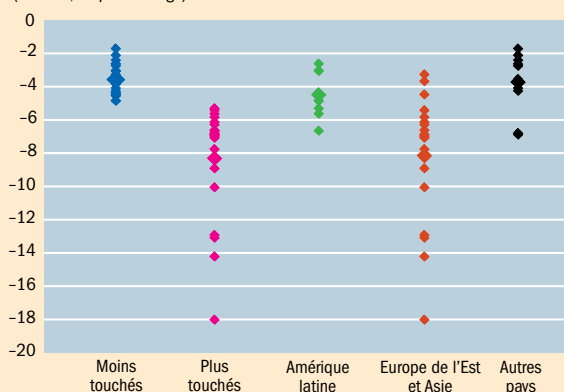
Le volume des *réserves de change*, mesuré de différentes manières (part du PIB, des exportations ou de la dette à court terme), n'a pas eu d'impact statistiquement significatif sur la révision du taux de croissance, ce qui correspond aux conclusions de Blanchard (2009). Cela signifie peut-être que l'utilité des réserves de change diminue fortement dès qu'elles dépassent un niveau jugé suffisant pour contrer les risques. En fait, dans plusieurs des pays pour lesquels la révision du taux de croissance a été marquée, notamment en Europe centrale et orientale, les réserves internationales étaient comparables à celles de certains des pays les moins touchés d'Europe et d'Amérique latine.

Graphique 1

#### Révision à la baisse

Du fait de la récession mondiale, les prévisionnistes ont dû revoir leurs prévisions de croissance pour la plupart des pays. L'Amérique latine s'en tire mieux que l'Europe de l'Est et l'Asie centrale.

(révision, en pourcentage)



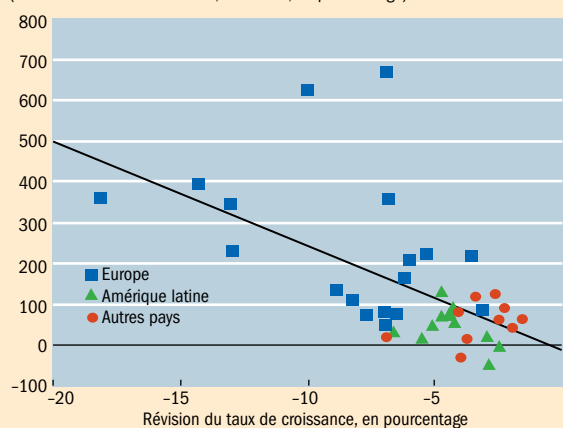
Source : calculs des auteurs d'après les chiffres de Consensus Economics.

Graphique 2

#### Explosion du crédit

La révision à la baisse des projections de production a été bien plus prononcée dans les pays où la croissance du crédit était forte que dans ceux où elle était moins soutenue.

(croissance cumulée du crédit, 2005-07, en pourcentage)



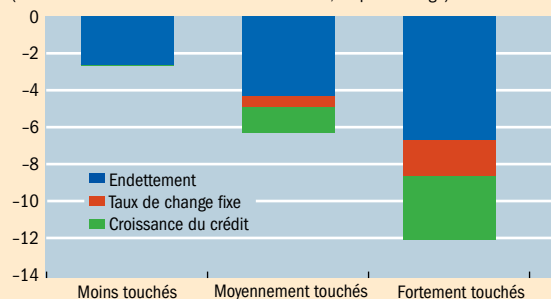
Sources : calculs des auteurs d'après les chiffres de Consensus Economics; FMI, International Financial Statistics.

Graphique 3

#### L'emprunt, toujours l'emprunt...

L'endettement explique la révision du taux de croissance quasi totalement pour les pays les moins touchés, à raison de deux tiers pour les pays moyennement touchés et d'environ la moitié pour les pays les plus durement touchés.

(rôle dans de la révision du taux de croissance, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Pour la *politique budgétaire*, même si cela apparaît moins nettement, il semble qu'il y ait un lien positif entre l'écart budgétaire primaire (différence entre le solde primaire effectif et le solde permettant de maintenir la dette publique constante en pourcentage du PIB) et l'amélioration de la croissance. Cela est conforme à l'idée que les pays ayant suivi des politiques budgétaires prudentes avant la crise mondiale risquaient moins de subir une crise de confiance et étaient mieux placés pour adopter des mesures de relance pendant le ralentissement.

### Liens commerciaux

Nous avons aussi utilisé les données des PEM (dont la couverture est plus large que les *Consensus Forecasts*) pour étudier la révision du taux de croissance de 126 pays en développement (dont les marchés émergents) et comprendre si d'autres facteurs, tels les liens commerciaux, avaient pu avoir un impact sur un échantillon plus large de pays.

Il est intéressant de constater que l'aspect commercial semble avoir son importance, sauf pour les marchés émergents. Certes, le degré d'ouverture commerciale ne semble pas décisif, mais la composition des échanges entraîne des différences sensibles. La part des produits de base (alimentaires ou autres) dans les exportations induit une moindre révision à la baisse de la croissance. Dans tous les pays en développement, il existe une corrélation entre la part des produits manufacturés dans les exportations et l'affaiblissement de la croissance, ce que relevait déjà le rapport 2009 du FMI sur les perspectives économiques de la région Asie-Pacifique. Ce constat confirme que les pays qui exportent des biens manufacturés vers les pays avancés ont été frappés de plein fouet par le recul de la demande sur ces marchés, alors que les pays qui exportent des produits alimentaires s'en sont mieux tirés.

De manière générale, ces résultats corroborent l'idée que la transmission des chocs aux pays moins liés à la finance mondiale (c'est le cas des pays à faible revenu) se fait principalement par les échanges commerciaux, alors que le circuit financier joue un plus grand rôle dans le cas des pays qui ont des liens financiers plus étroits avec les pays avancés, à l'origine de la crise. Il est très net que la baisse brutale du financement du commerce à la fin de 2008 a touché la quasi-totalité des pays, qu'ils soient avancés, émergents ou en développement.

### Des enseignements pour les décideurs

Pour les marchés émergents, le choc s'est principalement transmis par les circuits financiers, notamment par la croissance rapide du crédit et par un fort endettement, les conséquences étant pires en cas de taux de change fixe. L'endettement explique presque à lui seul la révision du taux de croissance des pays les moins touchés du groupe. Il est responsable des deux tiers de cette révision pour un pays moyennement touché et d'un peu plus de la moitié pour les pays les plus durement frappés par la crise (graphique 3). La croissance du crédit est à l'origine d'une part importante de la révision pour les pays moyennement et fortement touchés. Aucun des pays les moins touchés du groupe n'avait de taux de change fixe. Le manque de flexibilité des taux de change explique dans une large mesure la révision du taux de croissance des pays qui ont le plus

souffert. Il semblerait aussi que les liens commerciaux aient joué un rôle dans la transmission de la crise, surtout parmi les pays en développement qui ne sont pas considérés comme des marchés émergents.

Cette première tentative d'explication des performances économiques des pays en développement et des marchés émergents face à la crise permet de tirer quelques enseignements préliminaires concernant les politiques économiques :

- La flexibilité du taux de change est essentielle pour atténuer l'impact des chocs importants.
- La réglementation et le contrôle prudentiels doivent permettre d'éviter l'accumulation de facteurs de vulnérabilité dont s'accompagne une explosion du crédit, notamment un endettement excessif des banques.
- Il semblerait (mais cela apparaît moins nettement) qu'une situation solide des finances publiques en période d'expansion permet de se protéger et de mettre en place des politiques budgétaires anticycliques pour contrer des chocs comme ceux qu'a induits la crise mondiale.

Les conclusions exposées ici ne sont que préliminaires. Les recherches devront se poursuivre pour mieux comprendre l'impact des choix de politique économique et des autres facteurs institutionnels et structurels sur la durée de la récession dans chacun des pays et sur la vitesse et l'ampleur de la reprise. ■

*Pelin Berkmen est économiste et James P. Walsh économiste principal au Département Asie et Pacifique du FMI. Gaston Gelos est le représentant résident du FMI en Argentine et en Uruguay. Robert Rennhack est Sous-Directeur au Département Hémisphère occidental du FMI.*

---

*Cet article s'inspire du document de travail du FMI 09/280, «La crise financière mondiale : explication des différences d'impact entre pays».*

#### Bibliographie :

Blanchard, Olivier, 2009, "Global Liquidity Provision," exposé lors de la Conférence sur la finance et la banque de la Banque centrale d'Argentine, 31 août.

Consensus Economics, Consensus Forecasts (différents numéros).

Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, différents numéros (Washington).

\_\_\_\_\_, 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, May).



**FMI LIBRAIRIE**  
La librairie du Fonds monétaire international en ligne

Visitez la nouvelle librairie électronique du FMI :  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)