

# Liens économiques, contagion, et la crise financière

## Synthèse de la conférence BdF/PSE/FMI des 28 et 29 janvier 2010

**Matthieu BUSSIÈRE**

*Direction des Études et des Relations internationales et européennes*

*Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales*

*La crise financière qui a éclaté à la fin de l'année 2008 s'est avérée d'une ampleur sans précédent depuis la fin de la seconde guerre mondiale ; de façon peu surprenante, elle a donc durablement transformé l'environnement économique mondial et conduit à une réflexion profonde sur ses causes et ses canaux de transmission. La conférence \* qui s'est tenue à Paris les 28 et 29 janvier 2010, organisée par la Banque de France (BdF), l'École d'Économie de Paris (PSE) et le Fonds monétaire international (FMI), avait pour objet de présenter des travaux de recherche récents sur les aspects internationaux de la crise. Cette conférence s'inscrivait dans le cadre du partenariat entre la Banque de France et PSE. Les thèmes principaux abordés au cours de la conférence ont été le lien entre la crise et les déséquilibres mondiaux, les origines financières de la crise et le rôle des bulles spéculatives, ainsi que l'importance des liens financiers et commerciaux entre pays pour expliquer la rapide contagion de la crise entre grandes zones géographiques.*

*Organisée sur deux journées, cette conférence comprenait six sessions durant lesquelles deux papiers de recherche étaient présentés par leurs auteurs, puis discutés par un intervenant, avant d'ouvrir les débats et de permettre aux personnes présentes dans la salle d'engager un dialogue avec les auteurs. La conférence s'est conclue par un panel présidé par Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France ; ce panel comprenait en outre Olivier Blanchard (FMI), François Bourguignon (PSE), Daniel Cohen (PSE), Jean-Luc Schneider (OCDE) et Beatrice Weder di Mauro (Sachverständigenrat).*

*De ces deux journées, on retiendra l'idée que la crise financière est fortement liée à la question des déséquilibres mondiaux : sans qu'il y ait forcément un lien de causalité clair de l'un à l'autre, il semble que tous deux soient les produits de facteurs communs. Par ailleurs, l'ampleur, la rapidité et la synchronisation de l'effondrement du commerce mondial, qui a pu surprendre au regard des modèles économiques usuels, semblent découler en partie de l'intégration verticale croissante entre pays, ainsi que du cycle des stocks, tandis que les aspects liés au financement du commerce ont trouvé peu de validation dans les travaux présentés lors de la conférence. Enfin, les liens financiers entre pays ont eu une importance capitale dans la propagation de la crise, notamment en ce qui concerne les flux interbancaires.*

**Mots-clés :** Crise financière, déséquilibres mondiaux, commerce international, marchés émergents

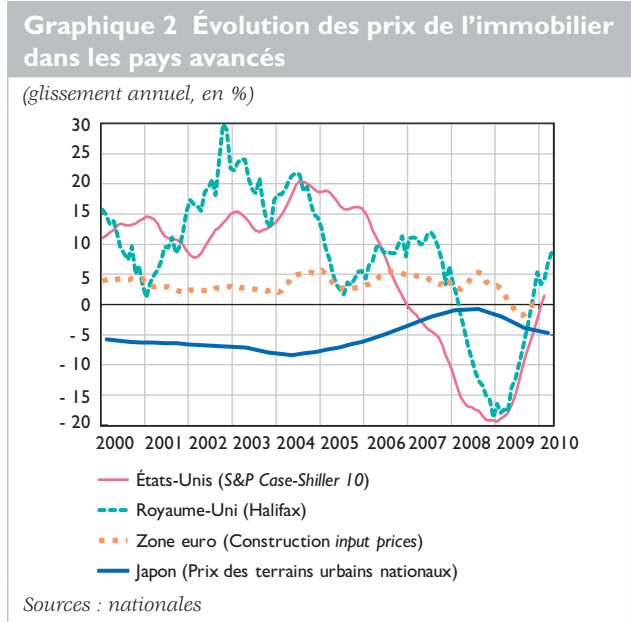
**Codes JEL :** F02, F14, F23, F31, F32, F36, F42

\* Le programme peut être trouvé en ligne à l'adresse : [http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/seminaires/2010/liens\\_economiques-contagion-crise-financiere.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/seminaires/2010/liens_economiques-contagion-crise-financiere.pdf)

## I | Les origines de la crise et sa diffusion dans l'économie mondiale

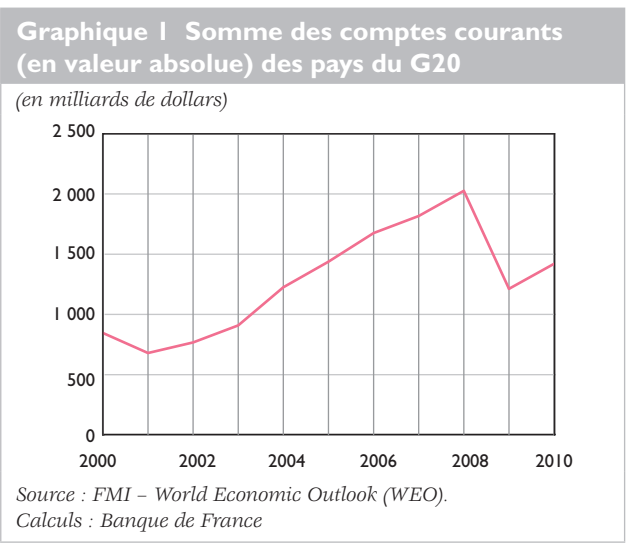
Les causes profondes de la crise financière mondiale de la fin des années 2000 semblent, même avec quelques années de recul, particulièrement complexes et vraisemblablement multiples. Dans la présentation introductive de la conférence, Maurice Obstfeld soulève la question du rapport entre cette crise et les importants déséquilibres mondiaux qui dominaient l'économie internationale dans les années précédant la crise (cf. graphique 1) : y a-t-il un rapport de causalité entre la crise et ces déséquilibres ? Cette question revêt une importance renouvelée alors que les positions des balances des paiements courants des principales économies mondiales, qui s'étaient fortement ajustées dans le sillage de la crise, enregistrent à nouveau des mouvements divergents depuis le milieu de l'année 2009.

Alors que certains observateurs (Portes, 2009) voient dans la crise la manifestation des déséquilibres mondiaux, le point de vue défendu par les auteurs de ce premier papier est que ces deux phénomènes sont plutôt les produits de facteurs communs. Plus particulièrement, les éléments identifiés par les auteurs ont été, du côté des pays développés, la combinaison de la politique monétaire accommodante du Système fédéral de réserve américain, d'importantes distorsions dans le secteur des prêts



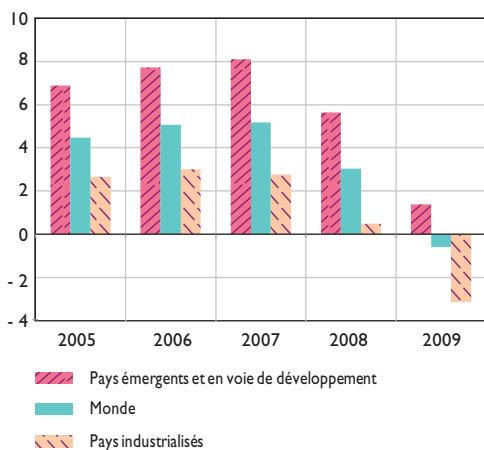
aux particuliers, ainsi que des innovations financières mal maîtrisées. Par ailleurs, les auteurs mentionnent le rôle des taux de change maintenus artificiellement bas dans certains marchés émergents comme un facteur aggravant, puisqu'il a permis aux États-Unis de bénéficier d'importations à bon marché et de financer ainsi une bulle immobilière massive, qui a éclaté par la suite (cf. graphique 2).

Dans la deuxième présentation, Olivier Blanchard a abordé l'impact de la crise financière dans le monde, en se concentrant plus particulièrement sur les marchés émergents. Ces pays ont été en effet sévèrement touchés par la crise, même s'ils l'ont été dans une moindre mesure que les pays avancés (cf. graphique 3). Les résultats principaux de cette étude montrent tout d'abord l'importance des liens commerciaux et financiers dans la propagation du choc. En particulier, il semble que l'élasticité du commerce mondial ait augmenté au cours du temps. Par ailleurs, les résultats indiquent que les conditions initiales ont joué un rôle important, les pays dont le niveau de dette à court terme était plus élevé ayant été davantage atteints. De façon remarquable, le niveau initial des réserves de change ne semble que faiblement corrélé avec l'intensité de la crise. Ceci pourrait impliquer que la stratégie d'accumulation de réserves suivie par certains pays serait un instrument inefficace contre les crises.



**Graphique 3 Impact de la crise sur le PIB mondial**  
Niveau agrégé et par niveau de développement

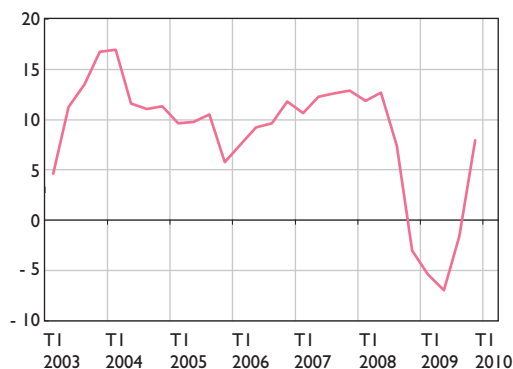
(moyenne annuelle, en %)



Sources : FMI – WEO

**Graphique 4 L'effondrement du crédit au secteur privé dans les pays du G3**

(glissement annuel, en %)



Sources : BCE, FMI/BRI ; données mensuelles, glissement annuel ; poids calculés sur la base des PIB agrégés avec les taux de change en parité de pouvoir d'achat, calculs Banque de France

Le rôle des bulles spéculatives a été abordé lors de la seconde session par Jaume Ventura, dans un papier conjoint avec Alberto Martin. Cette étude vise à incorporer des frictions financières, en se basant sur la notion d'accélérateur financier, développée notamment par Ben Bernanke. Cette notion est particulièrement utile pour analyser la crise actuelle, car elle permet d'expliquer comment un choc de productivité modeste peut déclencher une contraction des crédits de l'ampleur de celle qui a été observée pendant la crise (cf. graphique 4) ; l'hypothèse alternative, celle d'un choc de productivité d'une ampleur sans précédent, paraît en effet peu plausible. Selon les auteurs, le choc qui est à l'origine de la crise doit en fait être interprété comme un choc de confiance des investisseurs, qui a conduit à une explosion de bulles sur les prix d'actifs et sur un effondrement du crédit. Cette interprétation de la crise amène naturellement à étudier les liens financiers entre pays.

## 2| Liens financiers et taux de change

La rapidité de la crise financière et de sa propagation dans l'économie mondiale révèle la force des liens financiers entre pays. Ceux-ci sont cependant difficiles

à mesurer. Le travail réalisé par la Réserve fédérale de New York (Cetorelli et Goldberg, 2009), présenté par Linda Goldberg, a trait au rôle des banques multinationales dans la propagation de la crise, notamment aux marchés émergents d'Europe, d'Asie et d'Amérique latine. Plus spécifiquement, les auteurs s'intéressent aux conséquences d'un choc de liquidité dans les pays développés, qui est répercuté sur les économies émergentes par trois canaux différents : une réduction des flux transnationaux, une réduction des prêts des filiales locales à ses clients dans le pays d'implantation, et enfin une réduction des prêts des banques locales, dont les sources de financement se trouvent taries du fait des deux premiers effets. Les flux financiers en direction des marchés émergents ont en effet connu une forte baisse en 2007 et 2008, surtout en ce qui concerne les prêts bancaires (les flux d'investissement direct à l'étranger, par contre, ont beaucoup mieux résisté).

L'importance des liens financiers est confirmée par les résultats d'une étude réalisée par Philip Lane et Gian-Maria Milesi-Ferretti et présentée par ce dernier. Les auteurs s'attachent à expliquer pourquoi certains pays ont été touchés par la crise davantage que d'autres, en utilisant un panel de pays et en reliant l'intensité de la crise dans chacun de ces pays à leurs caractéristiques économiques. Les résultats montrent que le niveau de développement atteint par chaque

pays avant la crise, la force de son développement économique et la dynamique des prêts accordés aux particuliers et aux entreprises, ainsi que l'exposition au commerce international, ont joué un rôle de premier plan. Toutefois, et de façon remarquable, les auteurs trouvent que les pays les mieux insérés dans la finance internationale sont ceux qui ont le mieux résisté à la crise mondiale.

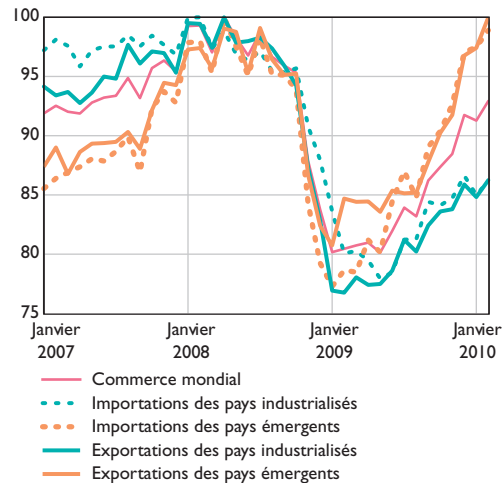
Un autre aspect important de la crise financière est l'évolution marquante des taux de change, notamment ceux des pays émergents. Alors que bien des observateurs attendaient une dépréciation du dollar, le dollar s'est en fait apprécié fin 2008, probablement du fait du rapatriement des capitaux américains et d'une remontée de l'aversion pour le risque conduisant les investisseurs à préférer investir dans des bons du Trésor américains. La contrepartie de cette appréciation du dollar a été une forte dépréciation de certaines monnaies des marchés émergents. Ainsi, le peso mexicain et le won coréen se sont dépréciés de plus de 40 % en quelques mois. Lors de la présentation d'un papier, écrit conjointement avec Sweta Saxena et Camilo Tovar, Matthieu Bussière a noté que les dépréciations rapides de taux de change dans les marchés émergents étaient souvent suivies de rebonds dans l'activité réelle, mais que ces rebonds corrigeaient seulement partiellement la perte enregistrée avant la dépréciation (autrement dit, ces épisodes donnent lieu à des pertes permanentes de PIB par rapport au *trend* suivi auparavant).

### 3| L'effondrement du commerce mondial

L'effondrement du commerce mondial au cours de l'année 2009 est sans précédent depuis la seconde guerre mondiale : sur un an, il a en effet reculé de plus de 10% en termes réels (cf. graphique 5). Cette chute, due principalement au très fort ralentissement de l'activité consécutif à la crise financière, a en retour constitué un puissant vecteur de propagation de la crise entre pays. Si une baisse des flux commerciaux n'est pas en soi surprenante, sa rapidité, son ampleur (de loin supérieure à la baisse de l'activité mondiale réelle), et sa synchronisation en font un phénomène marquant et en partie énigmatique, sur la base des modèles usuels.

**Graphique 5 Effondrement du commerce mondial**

(en volume, base 100 point haut)



Source : CPB World trade monitor

De ce fait, deux séances complètes ont été consacrées au commerce mondial pendant la crise. La question principale abordée par les auteurs a été de savoir quels sont les facteurs responsables de cet effondrement. Cette question revêt d'importants enjeux de politique économique, puisque le diagnostic que l'on en fait implique des réponses de politique économique très différentes. Du fait de la complexité de ce thème, les papiers ont abordé la question sous des angles multiples.

Dans un papier conjoint avec Andrei Levchenko et Logan Lewis, Linda Tesar s'est concentrée sur les importations américaines. Elle note que, par rapport à un modèle standard (dans lequel les élasticités sont mesurées sur longue période), la chute des importations américaines est bien plus grande (de 50 %), indiquant que ces modèles prennent très imparfaitement en compte la brutalité de l'ajustement. Sur la base de données très désagrégées, elle note ensuite que les secteurs utilisant le plus de produits intermédiaires (*inputs*) sont ceux qui ont connu la chute la plus importante. Ceci suggère que l'intégration verticale croissante des chaînes de production au niveau mondial a certainement joué un rôle majeur dans cette chute. À l'inverse, Linda Tesar ne trouve pas dans les données de preuve manifeste que les problèmes liés au financement du commerce

aient pu jouer un rôle majeur. Ceci a d'importantes implications de politique économique car la crainte de voir un assèchement du financement du commerce compromettre la reprise du commerce mondial a incité les pays du G20 à en assurer la continuité par des programmes d'intervention massifs (de l'ordre de USD 250 milliards).

Dans une étude portant sur la même question, George Alessandria, Joseph Kaboski et Virgiliu Midrigan se sont intéressés au rôle que pouvaient avoir les stocks. En effet, les auteurs de cette étude notent que les stocks et les importations sont fortement reliés, et que les fluctuations des stocks pourraient donc expliquer l'écart entre les variations du PIB et celles du commerce. Ce lien est sans doute plus particulièrement pertinent pour le secteur automobile, objet principal de cette étude, qui repose sur un modèle théorique

d'équilibre général à deux secteurs. Ce modèle, où les variations des stocks sont endogènes, est capable de répliquer la baisse du commerce international telle qu'elle a été observée pendant la crise, ce qui amène les auteurs à conclure que leur hypothèse a joué un rôle central.

Enfin, Kei-Mu Yi, Rudolfs Bems et Robert Johnson explorent le rôle joué par l'intégration verticale croissante des chaînes de production au niveau mondial. Reprenant un exemple donné par Baldwin et Evenett (2009), ils suggèrent que cette intégration verticale amplifie l'effet d'une baisse de la demande donnée sur les flux commerciaux au niveau mondial. Sur la base de leur modèle (essentiellement une relation comptable), les auteurs estiment que l'intégration verticale explique plus de 50 % des variations du commerce.

*La conférence a donné lieu à un échange particulièrement fructueux entre chercheurs et « policymakers », la forte qualité des travaux présentés reflétant le dynamisme de la recherche actuellement en cours sur les grands thèmes de la macroéconomie internationale. Trois enseignements peuvent être tirés provisoirement. Tout d'abord, la crise financière et les déséquilibres mondiaux sont très fortement reliés : sans qu'il y ait forcément un lien de causalité clair de l'un à l'autre, il semble que tous deux résultent de facteurs communs. Une implication de politique économique possible est que la réduction des déséquilibres mondiaux, fréquemment envisagée dans le débat économique, doit prendre en compte les facteurs structurels de ces déséquilibres, qui ne peuvent être éliminés à court terme. Deuxièmement, l'ampleur, la rapidité et la synchronisation de l'effondrement du commerce mondial, qui représentent un défi pour les modèles standards, semblent découler en partie de l'intégration verticale croissante entre pays, ainsi que du cycle des stocks. Les aspects liés au financement du commerce, à l'inverse, ont trouvé peu de validation dans les travaux présentés lors de la conférence. Enfin, les liens financiers entre pays ont une importance capitale dans la propagation de la crise, notamment en ce qui concerne les flux interbancaires.*