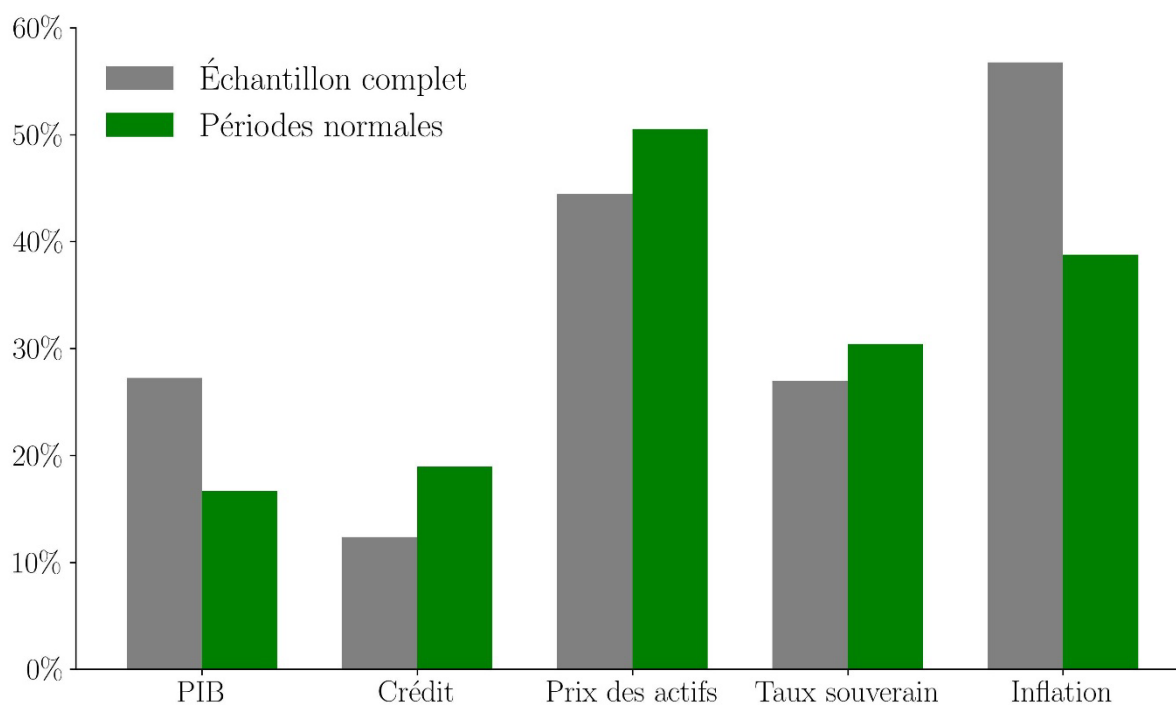


Que disent 70 ans de données sur les cycles mondiaux ? Le découplage prix-quantité

[Antoine Camous](#), Eric Monnet (PSE et EHESS), Damien Puy (IMF)

Une nouvelle base de données macroéconomiques internationales sur 70 ans permet d'établir que la synchronisation croissante des économies mondiales concerne surtout les prix des actifs. Des variables telles que PIB et crédit restent faiblement synchronisées au niveau mondial. Ce "découplage" s'est même accentué après la crise financière mondiale. Nous en tirons des enseignements pour la conduite des politiques publiques.

Figure 1 : Contribution des cycles mondiaux à la variance de la croissance annuelle des variables nationales



Source : auteurs, calculs à partir de la base de données macro-financière mondiale (1950–2019).

Note : la figure montre, pour le pays médian, pour chaque indicateur, la part de la variance des variables nationales expliquée par le cycle mondial associé sur l'ensemble de la période (1950–2019), et en excluant les périodes de crise majeure : le premier choc pétrolier (1973–1983) et la crise financière mondiale (2007–2010). Crédit désigne le crédit domestique accordé au secteur privé non financier.

Depuis les années 2000, de nombreux travaux ont affirmé que la mondialisation renforce les cycles mondiaux, lesquels sont définis comme des co-mouvements synchronisés de variables économiques entre pays. Cette vision suggère que les fluctuations des économies ouvertes dépendent de plus en plus de facteurs globaux — tels que les taux d'intérêt américains, les conditions financières mondiales ou les prix des matières premières — plutôt que de chocs domestiques.

Nous revisitons ces éléments à l'aide d'une [nouvelle base de données macro-financières](#) trimestrielle couvrant plus de 40 pays entre 1950 et 2019. Construite à partir des archives papier du Fond Monétaire Internationale, elle permet une analyse longue et systématique de la synchronisation mondiale de variables clés : PIB, crédit, inflation, taux d'intérêt obligataires et prix des actions.

Un découplage entre synchronisation des prix et celle des économies réelles

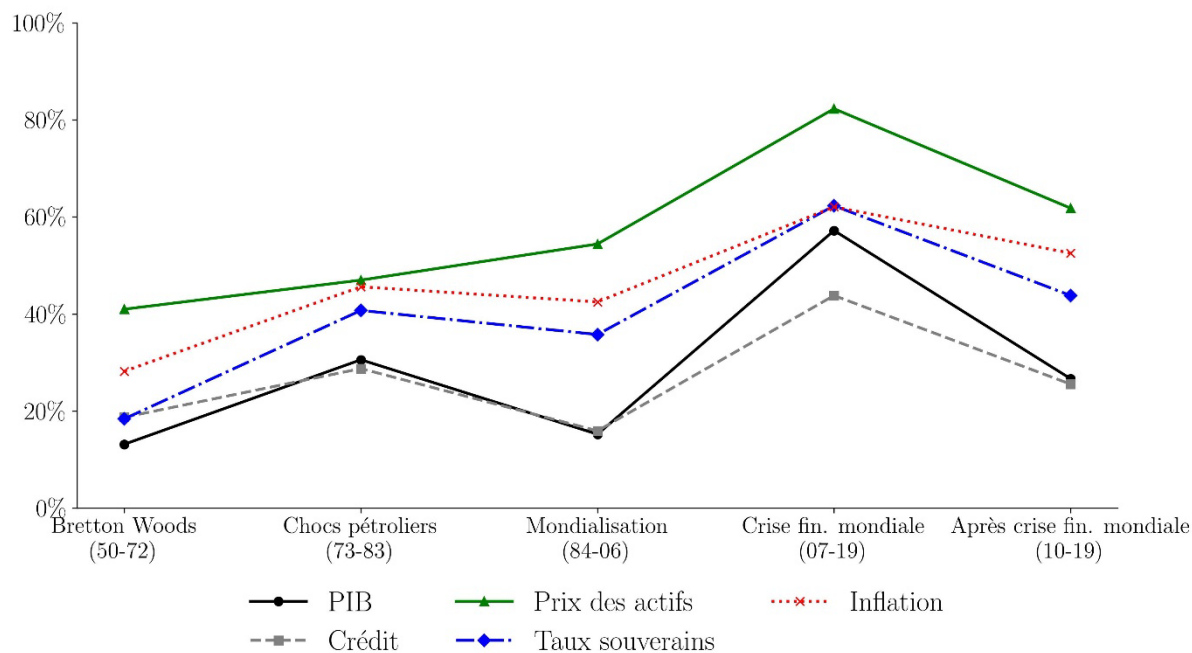
[Notre analyse empirique](#) établit une divergence nette entre synchronisation des variables de prix (par exemple, inflation et prix des actions) et les quantités (par exemple, PIB et crédit). Comme le montre la Figure 1, la part de variance de la croissance de ces variables expliquée par le cycle mondial est bien plus élevée pour les prix (inflation, actions, obligations) que pour le PIB ou le crédit. En d'autres termes, les marchés d'actifs évoluent de manière fortement synchronisée à l'échelle mondiale, tandis que les économies réelles présentent un cycle commun, mais qui explique une part beaucoup plus limitée de leurs fluctuations.

Ce constat est encore plus frappant quand on regarde l'évolution dans le temps (Figure 2) de la synchronisation de ces variables. Alors que la synchronisation des prix des actifs a augmenté régulièrement depuis les années 1950, celle du PIB et du crédit reste stable, voire en recul après la crise financière mondiale. En période « normale », le cycle mondial explique moins de 20 % de la variance de la croissance du PIB national pour le pays médian, d'après la décomposition de variance réalisée sur différentes sous-périodes historiques.

Une analyse complémentaire met en évidence le rôle de l'ouverture commerciale et financière dans la sensibilité des économies aux cycles mondiaux. Elle montre d'abord que l'intégration commerciale est associée à une contribution plus élevée du cycle mondial aux fluctuations nationales, aussi bien pour l'activité que pour les prix d'actifs : les économies plus ouvertes au commerce international tendent à covarier davantage avec les cycles économiques et financiers globaux.

L'intégration financière présente, quant à elle, des effets plus contrastés. Une plus grande ouverture financière est liée à une synchronisation plus forte des prix d'actifs avec le cycle financier mondial, mais à une synchronisation plus faible de l'activité avec le cycle économique mondial. Les pays financièrement ouverts voient ainsi leurs marchés d'actifs s'aligner davantage sur les conditions globales, tandis que leur PIB devient moins corrélé au cycle mondial.

Figure 2 : Contribution du cycle mondial à la variance de la croissance annuelle des variables nationales, par période



Source : auteurs, calculs à partir de la base de données macro-financière mondiale

Note : la figure montre, pour le pays médian, pour chaque indicateur, la part de variance des variables nationales expliquée par leur cycle mondial, pour différentes sous-périodes. Crédit désigne le crédit domestique accordé au secteur privé non financier.

Comment expliquer la divergence prix-quantité ?

Comment expliquer que l'intégration financière synchronise les prix des marchés d'actions, sans pour autant entraîner une synchronisation des économies réelles ? Nous proposons [un mécanisme](#) dans un modèle d'équilibre général à deux pays où les pays choisissent à la fois leur portefeuille d'actifs domestiques et internationaux ainsi que leur technologie de production. Ainsi, l'ouverture financière facilite la diversification et le partage du risque, ce qui tend à aligner les prix d'actifs entre pays. Mais elle incite aussi les pays à adopter des technologies de production plus rentables mais plus spécialisées, soumises à un risque propre plus élevé. Ce double mouvement — davantage de risque et de spécialisation — réduit naturellement la synchronisation des PIB nationaux.

Quelles implications pour les politiques économiques ?

Ce découplage prix - quantité appelle à nuancer certaines idées établies. D'abord, les cycles mondiaux ne reposent pas sur une ouverture financière totale : le régime de Bretton Woods présentait déjà des co-mouvements significatifs des prix des actifs malgré le contrôle des flux de capitaux en place.

Aussi, si nos résultats ne permettent pas d'isoler le rôle propre des politiques nationales dans les co-mouvements observés entre prix et activité, ils éclairent néanmoins les arbitrages auxquels les banques centrales peuvent être confrontées. L'inflation apparaît en effet de plus en plus déterminée par des facteurs mondiaux, alors que l'activité réelle reste largement guidée par des dynamiques domestiques.

Ce décalage peut compliquer la conduite de la politique monétaire : stabiliser simultanément les objectifs traditionnels — inflation et cycle économique — exige de composer avec des forces dont la

dynamique commune diminue. Ces éléments suggèrent que les arbitrages de politique monétaire — c'est-à-dire la pondération relative entre stabilisation de l'inflation et stabilisation de l'activité — doivent tenir compte de la nature, domestique ou internationale, des facteurs qui déterminent ces deux variables.