



Le poids de l'incertitude

Nicholas Bloom, M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones

Les reprises s'essouffent lorsque les entreprises et les consommateurs doutent de l'avenir

SELON certains économistes et responsables politiques, les deux années pénibles de grande récession qu'ont connues les États-Unis et la zone euro en 2008-09 auraient dû être suivies par une reprise rapide. Milton Friedman, qui fut Nobel d'économie, appelait cela la théorie du pincement de la corde de guitare. Lorsqu'on pince la corde, puis qu'on la relâche, elle reprend sa position, et plus l'on pince vers le bas, plus vite elle remonte.

Or, ce n'est pas ce qu'on a pu observer dans beaucoup de pays avancés depuis la Grande Récession. Ils ont connu au contraire une reprise décevante par sa faiblesse et sa lenteur. C'est comme si à force de pincer la corde trop fort, on l'avait cassée.

Pourquoi la reprise est-elle si poussive? D'aucuns pensent qu'après des crises financières, la reprise est généralement lente, car les séquelles de la crise — assainissement des bilans, faible expansion du crédit et problèmes persistants dans le secteur du logement — plombent l'activité (voir par exemple,

Claessens, Kose et Terrones, 2012). Au vu de l'expérience, ce raisonnement se tient.

Cependant, la reprise actuelle diffère par au moins un aspect important des précédentes, qu'elles aient fait suite ou non à une crise financière. Elle est semée d'épisodes de grande incertitude. Cela pourrait contribuer à expliquer l'anémie de la reprise : l'incertitude macroéconomique et politique pèserait sur l'activité économique. La situation budgétaire et réglementaire inquiète les entreprises aux États-Unis et en Europe, et cette crainte de l'inconnu est probablement un des facteurs qui les a poussées à différer investissements et embauches. Cela est bien illustré par une récente enquête aux États-Unis de la *National Association for Business Economics* selon laquelle la «vaste majorité» des 236 économistes interrogés «estiment que l'incertitude quant à l'évolution de la politique budgétaire freine la reprise économique».

En quoi l'incertitude pèse-t-elle sur l'activité économique? C'est la question à laquelle nous cherchons à répondre en analysant

Mesure de l'incertitude

L'incertitude est difficile à mesurer, car c'est une variable qui n'est pas observable, mais doit être déduite d'autres variables. Dans le jargon des statisticiens, l'incertitude est une variable latente.

Il est cependant possible de la jauger indirectement de différentes façons à partir d'indicateurs portant sur divers aspects de l'incertitude à laquelle l'économie est exposée. Certains portent sur l'incertitude macroéconomique, dont la volatilité des rendements boursiers, la dispersion des prévisions du chômage et la prévalence d'expressions telles qu'«incertitude économique» dans les médias. D'autres mesurent, au niveau microéconomique, les variations de production sectorielle, des ventes des entreprises et des rendements boursiers et la dispersion des prévisions des dirigeants des entreprises manufacturières (Bloom, 2009; Baker, Bloom et Davis, 2012).

Comme c'est surtout l'incertitude économique qui nous intéresse, nous nous concentrons sur quatre indices décrivant la variabilité des rendements boursiers et de la politique économique. Le premier est l'écart-type mensuel des rendements

boursiers journaliers dans chacun des 21 pays avancés de notre échantillon, qui mesure l'incertitude liée aux bénéfices des entreprises et donne une bonne approximation de l'incertitude globale (graphique 1). Le deuxième est l'indice de variabilité de la Bourse des options de Chicago (VXO), qui mesure la variabilité implicite des cours des actions calculés à partir d'options du S&P 100. Le troisième, qui a trait à l'incertitude liée à la politique économique aux États-Unis et dans la zone euro, et une moyenne pondérée de trois indicateurs : la fréquence à laquelle des expressions telles que «politique économique» et «incertitude» apparaissent ensemble dans les médias; le nombre de dispositions fiscales qui doivent expirer au cours des prochaines années et la dispersion des prévisions des dépenses publiques et de l'inflation (graphique 2). Le quatrième, qui représente l'incertitude au niveau mondial, mesure l'évolution collective du premier indice à l'aide des données se rapportant aux six pays avancés présentant les séries les plus longues (graphique 1).

les caractéristiques de l'incertitude et son incidence sur la croissance.

Un phénomène omniprésent

L'incertitude économique correspond à un climat dans lequel on ne sait rien ou presque rien de l'état futur de l'économie. Elle a de nombreuses causes : inflexion de la politique économique et financière, avis divergents sur les perspectives de croissance, fluctuations de la productivité, guerres, attentats terroristes ou encore catastrophes naturelles. Il est difficile de quantifier l'incertitude, mais des travaux récents ont permis de mettre au point des indicateurs à l'aide de méthodes diverses (voir l'encadré).

Quel que soit l'indicateur utilisé, il est clair que l'incertitude s'est récemment intensifiée (graphique 1). L'incertitude au sujet de la politique économique aux États-Unis et dans la zone euro est montée en flèche après la récession de 2008 et est restée obstinément élevée depuis lors (graphique 2). Aux États-Unis, elle était récemment causée surtout par le bras de fer politique au sujet du budget, des impôts et des dépenses publiques et par les problématiques d'ordre structurel, telles que la santé publique, la réglementation et les prestations sociales — y compris le régime de retraite garanti par l'État (*Social Security*) et la couverture médicale des personnes âgées (*Medicare*). Curieusement, la politique monétaire n'est semble-t-il pour pas grand-chose dans la récente montée de l'incertitude, sans doute parce que l'inflation et les taux d'intérêt sont bas et stationnaires.

Au niveau national, l'incertitude macroéconomique varie à rebours de la conjoncture. En période d'expansion, elle est en moyenne bien plus faible qu'en phase de récession, quel que soit l'indicateur retenu (graphique 3). De même, l'incertitude microéconomique concernant certaines branches d'activité ou entreprises, que l'on mesure aux fluctuations de la productivité des établissements aux États-Unis, varie à contre-courant du

cycle conjoncturel et a atteint son plus haut niveau depuis 1970 lors de la Grande Récession (Bloom *et al.*, 2012).

Incertitude et activité économique

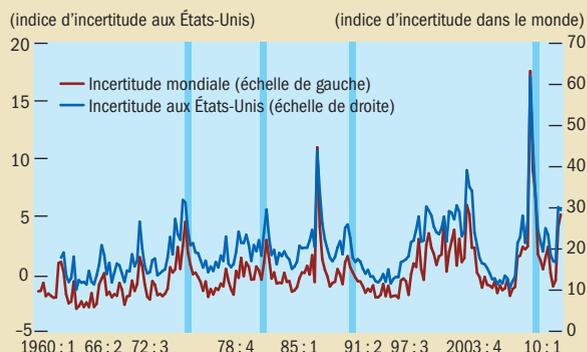
Il est cependant difficile d'établir une relation de causalité entre l'incertitude et le cycle économique. Est-ce l'incertitude qui provoque les récessions ou l'inverse? Cette question est ardue, mais la théorie économique met en lumière des circuits par lesquels l'incertitude peut peser négativement sur l'activité.

Du côté de la demande, par exemple, face à une forte incertitude, les entreprises réduisent leurs investissements et reportent des projets pendant qu'elles rassemblent de nouvelles informations, car il est souvent coûteux d'inverser une

Graphique 1

Une incertitude grandissante

L'incertitude s'accroît durant les récessions et l'effet a été particulièrement marqué durant la Grande Récession.



Sources : Kose, Loungani et Terrones (2012); calculs des auteurs.
Note : Les bandes verticales correspondent aux périodes de récession mondiale (1975, 1982, 1991 et 2009). L'indice relatif aux États-Unis évalue l'incertitude macroéconomique et mesure la volatilité du marché boursier. L'indice mondial se centre sur l'évolution conjointe de la volatilité des marchés boursiers de six grands pays avancés (Allemagne, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni).

Graphique 2

Obstination élevée

L'incertitude liée à l'action des pouvoirs publics aux États-Unis et dans la zone euro reste élevée depuis 2008.

(indice d'incertitude politique, janvier 2008 = 100)



Sources : Baker, Bloom et Davis (2012); www.policyuncertainty.com.

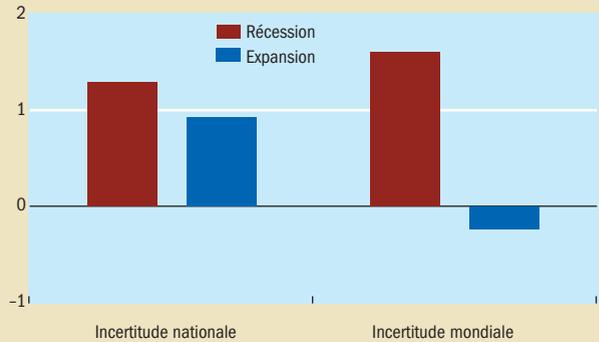
Note : L'indice évalue l'incertitude macroéconomique et mesure la volatilité du marché boursier, le nombre de fois que les expressions «politique économique» et «incertitude» apparaissent dans les médias, le nombre de mesures fiscales arrivant à expiration dans les années à venir, et la dispersion des prévisions des dépenses futures de l'État et de l'inflation.

Graphique 3

Variation cyclique

Durant les récessions, l'incertitude est beaucoup plus élevée que durant les phases d'expansion, qu'il s'agisse des perspectives d'un pays particulier ou de celles de l'économie mondiale.

(indice d'incertitude)



Source : Kose et Terrones (2012).

Note : L'incertitude nationale est l'écart mensuel des rendements boursiers journaliers dans chacun des pays avancés. L'incertitude mondiale est le facteur commun de l'incertitude nationale de six pays (Allemagne, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni). Les données couvrent la période 1960-2011.

décision d'investissement (Bernanke, 1983; Dixit et Pindyck, 1994). Même réaction de la part des ménages : ils réduisent leur consommation de biens durables en attendant des jours meilleurs. Côté offre, les plans d'embauche des entreprises subissent l'impact négatif de l'incertitude, car les réajustements d'effectifs coûtent cher.

Les problèmes des marchés financiers comme ceux dont nous avons été témoins en 2007 peuvent amplifier l'incidence négative de l'incertitude sur la croissance. Par exemple, l'incer-

d'un écart-type, de l'incertitude induit un ralentissement de la croissance de la production de 0,4 à 1,25 point, selon l'indicateur d'incertitude retenu (Kose et Terrones, 2012).

L'incertitude liée à l'action des pouvoirs publics a aussi une incidence négative sur la croissance; or, elle a atteint un niveau sans précédent depuis la Grande Récession. Sa nette augmentation entre 2006 et 2011 a sans doute freiné la croissance des pays avancés (Bloom, 2009; Baker et Bloom, 2011; Bloom *et al.*, 2012; Hirata *et al.*, à paraître). Les données



Quel que soit l'indicateur utilisé, il est clair que l'incertitude s'est récemment intensifiée.

titude fait baisser le rendement attendu des projets financés par l'emprunt et rend plus difficile l'évaluation des garanties. Du coup, les créanciers augmentent leurs taux débiteurs et limitent leurs prêts, si bien que les entreprises ont plus de mal à emprunter. Le recul des emprunts cause une contraction des investissements, surtout chez les entreprises en manque de crédit, et ralentit la croissance de la productivité, car les dépenses de recherche-développement diminuent. Ces facteurs peuvent entraîner une réduction sensible de la croissance de la production.

Les études empiriques montrent que l'incertitude nuit à la croissance économique. Il y a une corrélation négative entre le taux de croissance de la production et l'incertitude macroéconomique. De plus, une hausse relativement faible,

empiriques indiquent qu'une telle montée de l'incertitude politique induit un déclin très persistant et marqué de la production (graphique 4).

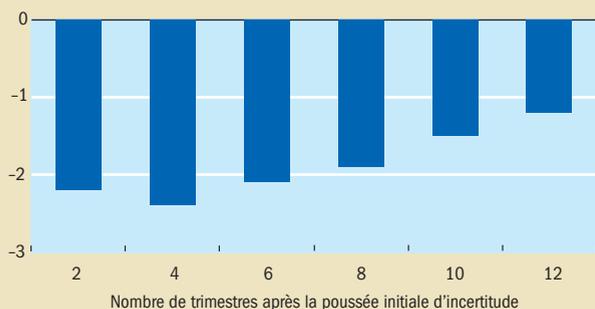
Le degré d'incertitude économique semble aussi être lié à la gravité de la récession et à la vigueur de la reprise. En particulier, les récessions accompagnées d'une forte incertitude sont souvent plus profondes que les autres (graphique 5). De même, les reprises qui coïncident avec des périodes de forte incertitude sont souvent plus faibles que les autres. Le degré d'incertitude exceptionnellement élevé qu'a connu l'économie mondiale depuis la dernière crise financière et les épisodes de graves récessions et de reprises molles qui sont allés de pair expliquent pour une large part ce constat. En outre, le redressement en cours dans les pays avancés a coïncidé avec

Graphique 4

Effet baissier

Une incertitude grandissante quant à l'action des pouvoirs publics va de pair avec une baisse de la production sensible et persistante.

(baisse du PIB, pourcentage)



Sources : Baker, Bloom et Davis (2012); www.policyuncertainty.com.

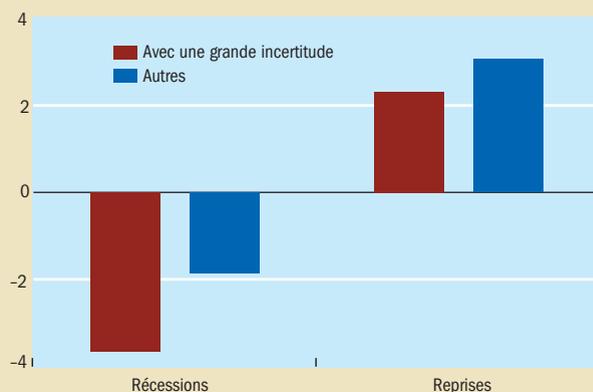
Note : Le PIB diminue de 2,2 % au deuxième trimestre suite à une aggravation de l'incertitude au premier trimestre, de 2,4 % au quatrième trimestre et ainsi de suite. On émet l'hypothèse que l'augmentation de l'incertitude est égale à la variation de 2006 (l'année qui a précédé la crise financière mondiale) à 2011. Ces résultats reposent sur un modèle économétrique dit d'autorégression vectorielle (VAR). Le modèle VAR utilise des données trimestrielles de 1985 à 2011 et comprend les variables suivantes : indice d'incertitude, PIB, indice S&P 500, le taux des fonds fédéraux, l'emploi, l'investissement et la consommation.

Graphique 5

L'incertitude joue

Les récessions qui s'accompagnent d'une grande incertitude sont souvent plus profondes et les reprises plus lentes.

(amplitude des récessions et des reprises, pourcentage)



Source : Kose et Terrones (2012).

Note : L'amplitude d'une récession est le pourcentage de baisse de la production entre les niveaux maximums et minimums. L'amplitude d'une reprise est la variation de la production sur un an par rapport au plus bas de la récession.

une croissance cumulative plus faible de la consommation et de l'investissement et avec une contraction marquée et persistante des investissements structurels, car le degré d'incertitude est resté élevé (Kose, Loungani et Terrones, 2012).

Les gouvernants peuvent aider

Historiquement, une forte incertitude va de pair avec une période de croissance ralentie. La hausse récente de l'incertitude accroît la probabilité d'une nouvelle récession mondiale. Les gouvernements peuvent difficilement surmonter l'incertitude intrinsèque du cycle économique. Cependant, l'incertitude liée aux politiques économiques est exceptionnellement élevée et semble être une cause majeure de l'incertitude macroéconomique. En prenant des mesures énergiques sans tarder, les dirigeants politiques sur les deux rives de l'Atlantique peuvent faire baisser l'incertitude que suscite leur action. Cela pourrait relancer la croissance économique dans la zone euro et affermir la reprise aux États-Unis. ■

Nicholas Bloom est professeur d'économie à Stanford University. M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones sont assistants du Directeur du Département des études du FMI.

Bibliographie :

Baker, Scott, and Nicholas Bloom, 2011, "Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as a Natural Experiment," *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Baker, Scott, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, 2012, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Bernanke, Ben, 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical

Investment," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, p. 85–106.

Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks,"

Econometrica, Vol. 77, No. 3, p. 623–85.

Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen Terry, 2012, "Really Uncertain Business Cycles," *NBER Working Paper 18245* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011, "Financial Cycles: What? How? When?" in *NBER International Seminar on Macroeconomics 2010*, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi, p. 303–43 (Chicago: University of Chicago Press).

———, 2012, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics*, Vol. 87, No. 1, p. 178–90.

Dixit, Avinash K., and Robert S. Pindyck, 1994, *Investment under Uncertainty* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok, and Marco E. Terrones, à paraître, "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants," in *NBER International Seminar on Macroeconomics 2012*, ed. by Francesco Giavazzi and Kenneth West (Chicago: University of Chicago Press).

Kose, M. Ayhan et Marco E. Terrones, 2012, «Comment l'incertitude influe-t-elle sur les résultats économiques?» *Encadré 1.3 des Perspectives de l'économie mondiale*, p. 53–57 (Washington : Fonds monétaire international, octobre).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, 2012, «La reprise mondiale : où en sommes-nous?» *Encadré 1.2 des Perspectives de l'économie mondiale*, p. 41–45 (Washington : Fonds monétaire international, avril).

———, à paraître, "Global Recessions and Global Recoveries," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

———, 2012, *National Association for Business Economics* (September).