

Chapitre 1

La Grande modération : ses causes et ses conséquences pour le Central banking

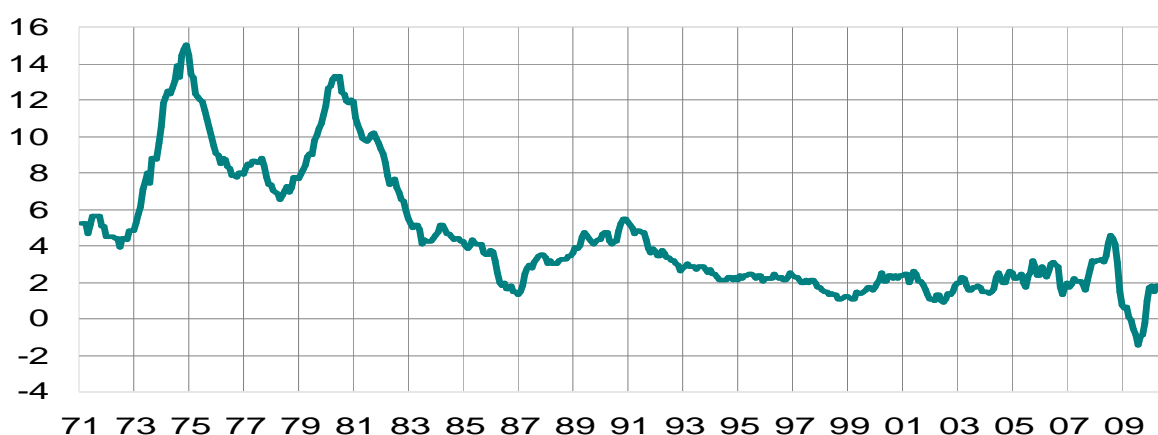
La Grande modération est l'expression popularisée par les travaux de Claudio Borio à la Banque des Règlements internationaux pour désigner l'environnement macroéconomique de la fin des années 1990 et des années 2000 jusqu'au déclenchement de la crise financière en 2007. En rupture avec celui des deux décennies précédentes, ce dernier se caractérise par une inflation mondiale basse et stable, proche de 2%, jusqu'aux premières turbulences de la crise financière à l'été 2007. Les causes de la Grande modération sont débattues. L'existence même de ces débats, dont la teneur se reflète dans les réponses obtenues à notre questionnaire, démontre que les banques centrales ne portent pas l'entière responsabilité du régime d'inflation des années 1990-2000. Cela revient à dire que l'inflation n'est pas réductible à un phénomène en tout lieu et partout d'origine monétaire. Le fait est, toutefois, que la crédibilité acquise par les banques centrales dans la lutte contre l'inflation a contribué à la Grande modération et, au vu des conséquences déstabilisatrices de cet environnement macroéconomique trop « tranquille », les banques centrales doivent s'interroger sur les conséquences mêmes de leurs actions pour la stabilité financière.

1.1 L'évolution de l'inflation pendant la Grande modération

Pour illustrer la Grande modération du tournant des années 1990 et des années 2000, on met généralement en avant pour les pays avancés du G7 :

- Le niveau bas de l'inflation entre 1995 et 2007 (cf. graphique 1)
- La diminution de la volatilité de l'inflation entre 1994 et 2007 (cf. graphique 2)
- Une déconnexion entre l'inflation totale et l'inflation structurelle (cf. graphiques 3 et 4)

Graphique 1 : Evolution de l'inflation totale dans les pays du G7 depuis 1971
(Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

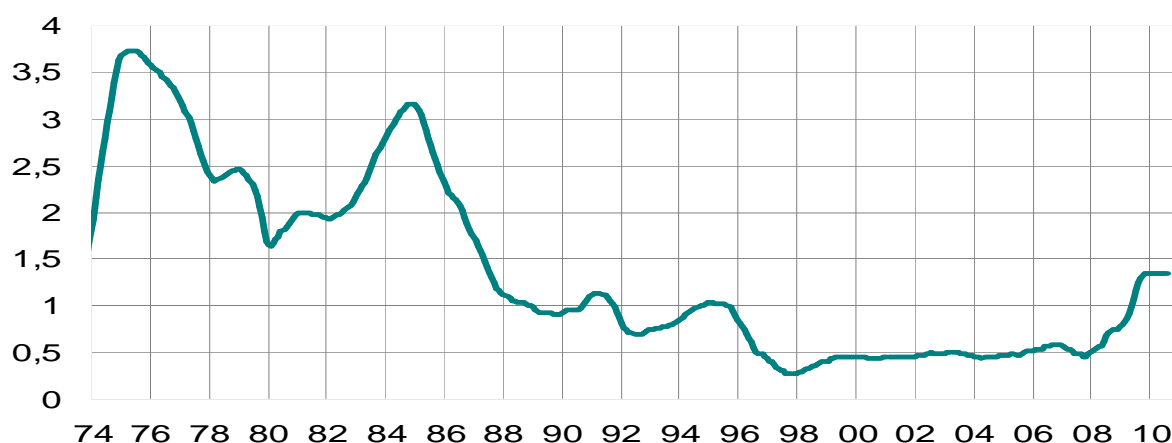


Source : Crédit Agricole S.A., OCDE

Inflation a/a %

Après avoir atteint des sommets voisins de 15% au mois d'octobre 1974 et au mois d'avril 1980, l'inflation n'a cessé de baisser jusqu'en 1987, où elle est tombée à 1,3 %, avant de remonter jusqu'au début des années 1990 dans une fourchette de 4 à 6%. Par la suite, entre le milieu des années 1990 et l'été 2007, elle est restée très proche de 2%.

Graphique 2 : Evolution de la volatilité de l'inflation depuis 1974
(écart-type glissant du taux d'inflation calculé sur 5 ans)



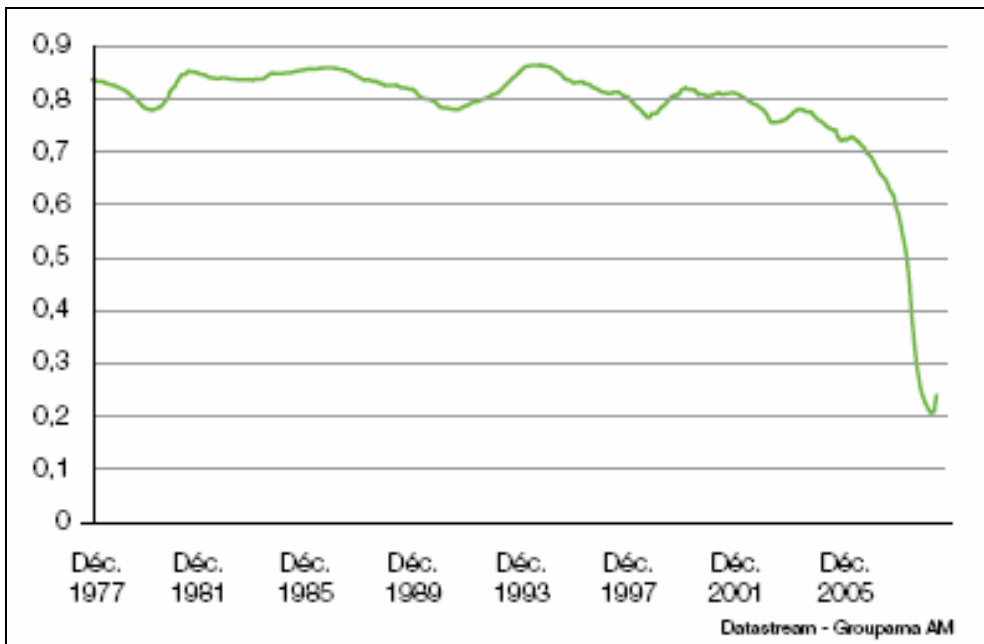
Source : Crédit Agricole S.A., OCDE

écart-type mobile 5 ans

La volatilité de l'inflation (mesurée par l'écart-type du taux précédent calculé sur 5 ans), représentée sur le graphique 2, s'est maintenue, au cours d'une période allant début de l'année 1996 à la fin de l'année 2007, à un niveau historiquement bas.

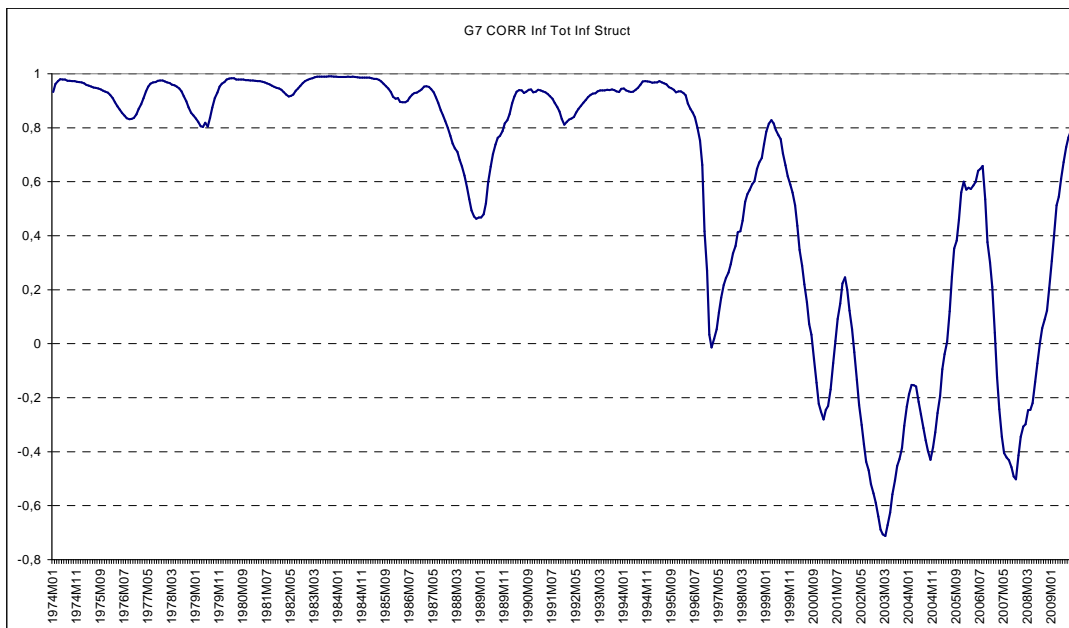
Un autre élément de rupture associé à la Grande modération, mais plus débattu que les deux faits stylisés précédents, réside dans la déconnexion entre l'inflation totale et l'inflation sous-jacente (ou structurelle). Présentée à partir de données annuelles (cf. graphique 3 repris de Aglietta, Berrebi, Cohen, 2009), la corrélation entre inflation totale et inflation sous-jacente s'effondre au début des années 2000 : les hausses des prix énergétiques et des matières premières ne se répercutent plus sur les prix des biens et services. Présentée à partir de données mensuelles pour les pays du G7 (cf. graphique 4), cette corrélation présente un profil un peu différent : quasi parfaite au cours de la période 1974/1996-08, elle s'effondre à partir de 1999, mais apparaît ensuite très variable. En outre, la littérature suggère (Cavallo, 2008) que la répercussion des chocs de prix de matières premières varie sensiblement selon les zones géographiques : les hausses de prix du pétrole ont par exemple un impact beaucoup plus fort sur l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis qu'en Europe. On se contentera donc ici de dire, dans le cadre de notre démarche, que la connexion entre inflation totale et inflation sous-jacente n'est, globalement, plus aussi forte et stable qu'elle pouvait l'être jusque dans les années 1990.

Graphique 3 : Evolution de la corrélation entre l'inflation totale et l'inflation sous-jacente dans les pays de l'OCDE



Source : Aglietta, Berrebi et Cohen (2009)

Graphique 4 : Evolution de la corrélation entre l'inflation totale et l'inflation structurelle dans les économies du G7
(Coefficient de corrélation glissant calculé sur 5 ans)



Sources : Données OCDE, calculs des auteurs.

Se pose bien sûr la question de la pérennité de ces évolutions. La crise les a mises entre parenthèses, voire y aurait mis un terme comme le suggèrent plus de la moitié des réponses au questionnaire (cf. Annexe « Questionnaire ») selon lesquelles la Grande modération aurait pris fin. On peut en effet constater qu'au cours de la première phase de la crise, entre le mois de juillet 2007 et le mois de juillet 2008, l'inflation des pays de l'OCDE est remontée de 1,5% à 4,6% avant de chuter brutalement jusqu'à devenir négative (une situation jamais rencontrée jusque là sur la période retenue) du mois de mars au mois de novembre 2009 (avec un point bas à - 1,5% en juillet). La volatilité de l'inflation remonte au cours de la crise à un niveau comparable à celui observé au début des années 1980. Quant à la corrélation entre inflation totale et inflation structurelle (prix hors énergie et matières premières, indicateur proche de l'inflation sous-jacente), elle présente une variabilité accrue au cours de la crise qui ne permet pas de conclure qu'elle a complètement disparu.

Cela étant, si l'on s'en tient à la période de stabilité de l'inflation qui a précédé la crise, l'analyse des facteurs mis en avant pour expliquer cette Grande modération est riche d'enseignements. Attribuer la Grande modération toute entière aux politiques monétaires menées à partir des années 1980 (fin des années 1970 aux Etats-Unis), revient en effet à faire une lecture exclusivement monétaire de l'inflation. Symétriquement, attribuer la Grande modération toute entière à des facteurs structurels liés à la mondialisation des échanges et au décollage de grands pays émergents tels que la Chine, l'Inde et le Brésil revient à exclure toute détermination monétaire de l'inflation. La réalité telle que notre questionnaire nous permet de l'appréhender (cf. ci-après) se situe entre les deux explications : elle traduit non pas la prudence des experts mais la prise en compte d'une réalité complexe et nouvelle.

1.2 La politique monétaire : un facteur parmi d'autres pour expliquer la Grande modération

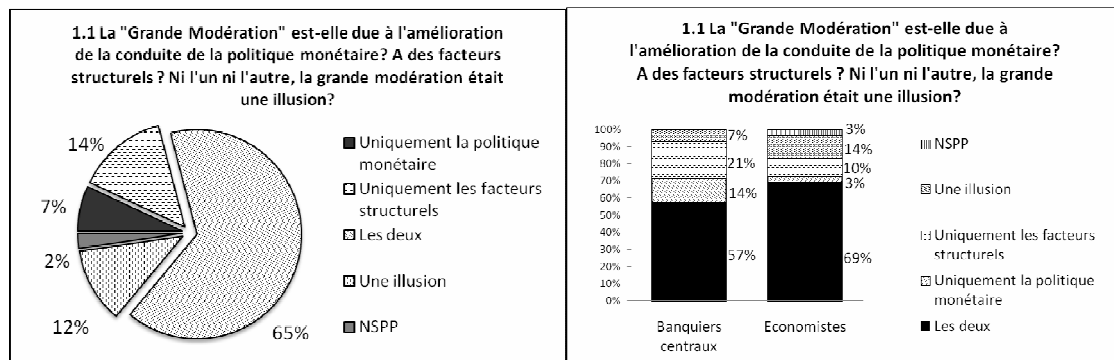
Trois séries de facteurs sont généralement invoquées pour expliquer la Grande modération des années 1990-2000 :

- La conduite de politiques monétaires plus efficaces contre l'inflation
- Un concours de circonstances favorables, résumé dans la littérature sous l'expression « Good luck »
- Des facteurs structurels liés à la mondialisation et au décollage de grands pays émergents.

A la question : « La Grande modération est-elle due à l'amélioration de la conduite de la politique monétaire ? A des facteurs structurels ? Ni l'un ni l'autre, la Grande modération était une illusion », nous recueillons une majorité de suffrages : 69% des économistes et 57% des banquiers centraux répondent en faveur de la coexistence de ces deux facteurs. Même parmi les banquiers centraux, seuls 14% tiennent la politique monétaire pour unique facteur explicatif de la Grande modération, contre 3% des économistes. Les banquiers centraux sont même proportionnellement plus nombreux (21%) que les économistes (10%) à considérer que cette Grande modération est uniquement due à des facteurs structurels. Quant au facteur « good luck » qui en ferait une illusion, 7% des banquiers centraux ayant répondu à notre questionnaire l'envisagent, contre 14% des économistes.

Extrait du questionnaire, question 1.1

La Grande modération est-elle due à l'amélioration de la conduite de la politique monétaire ? A des facteurs structurels ? Ni l'un ni l'autre, la Grande modération était une illusion ?



On pourra toujours, bien entendu, évoquer un décalage entre la perception des acteurs et la réalité, mais si l'on s'en tient à cette réalité perçue par des acteurs fortement impliqués, plusieurs facteurs ont donc contribué conjointement à la Grande modération. Citons les principaux.

D'abord, les politiques économiques ont combattu avec succès l'inflation à partir de la fin des années 1970. Ce sont bien sûr d'abord les politiques monétaires d'inspiration monétariste, qui ont fait de la lutte contre l'inflation leur priorité. En deuxième lieu, les politiques de réforme du marché du travail et de la détermination des salaires. On peut ainsi considérer qu'en Europe continentale, en France et surtout en Allemagne, les politiques de remise en cause de l'indexation des salaires sur l'inflation et les gains de productivité, ont été l'instrument principal de la désinflation des prix. Ces deux nouvelles régulations – monétaire et salariale – ont créé un rapport de force défavorable aux salariés conduisant d'une manière décisive à la modération salariale et des prix.

La libéralisation des échanges commerciaux et financiers et le processus de globalisation qui en a résulté ont constitué le troisième vecteur du basculement vers un régime macroéconomique à basse inflation. Il en est résulté un changement fondamental des mécanismes de formation des prix. On est passé d'un régime de prix gouverné par les vendeurs à un régime de prix dominé par les acheteurs (Aglietta, Berrebi, Cohen, 2009). Des années soixante-dix aux années quatre-vingt dix, le pouvoir de négociation appartenait aux vendeurs parce que le monde était en insuffisance d'offre. Les entreprises étaient en mesure de répercuter toute hausse exogène de coût sur les prix de vente. Les hausses de prix des matières premières et de l'énergie risquaient d'entraîner un emballement inflationniste, ce qui justifiait l'action de la politique monétaire et l'accent mis sur la lutte contre l'inflation.

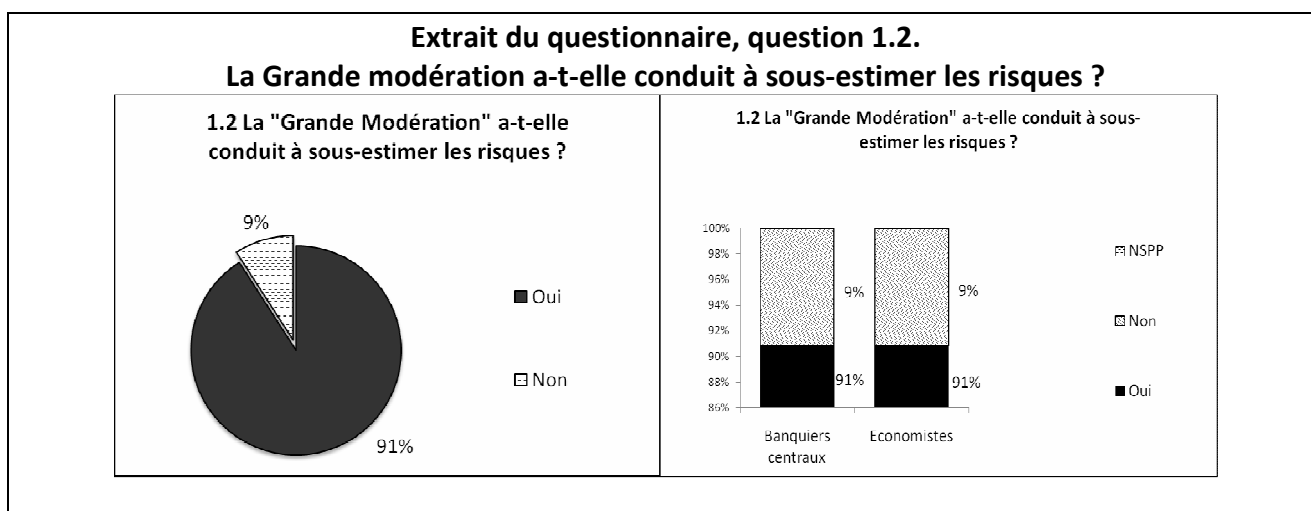
Aujourd'hui, du fait de la concurrence internationale, le pouvoir de marché est du côté des acheteurs. Cette pression sur les vendeurs, qui joue dans le sens d'une basse inflation, est amplifiée par le caractère durable de la situation de surproduction (suroffre) à l'échelle mondiale liée au processus de globalisation. Par ailleurs, la concurrence des travailleurs des nouveaux pays émergents à forte population (Chine, Inde en particulier), nombreux et de plus en plus qualifiés, conduit à un processus de dépression salariale dans les pays avancés, ce qui renforce les pressions à la baisse des prix.

Pour conclure sur ce point, les politiques monétaires ne peuvent pas s’attribuer la seule responsabilité de la Grande modération du milieu des années 1990 jusqu’à la crise. La cause de ce changement est aussi structurelle. Toutefois, ce changement n’est pas seulement structurel : en ayant, pour leur part, contribué à la Grande modération les banques centrales ont paradoxalement fait les frais de la crédibilité qu’elles ont acquise dans la lutte contre l’inflation.

1.3 Le paradoxe de la crédibilité illustre la complexité des liens entre stabilité monétaire et stabilité financière

Jusqu’à la crise, Les banques centrales avaient construit leurs stratégies sur l’hypothèse que la stabilité monétaire conduirait nécessairement à la stabilité financière, et à une croissance économique durable. Longtemps, la Grande modération avait semblé leur donner raison. Mais la crise a remis en cause cette vision, montrant au contraire qu’une politique de stabilité monétaire pouvait favoriser les bulles et les déséquilibres financiers (voir le complément B de Charles Goodhart).

Ainsi, à la question « la Grande modération a-t-elle conduit à sous-estimer les risques », les banquiers centraux et les économistes qui ont répondu à notre questionnaire sont unanimes : 91% répondent par l’affirmative.



Rétrospectivement, il se dégage un large consensus autour de l’idée que la stabilité monétaire des années 1990-2000 s’est révélée préjudiciable à la stabilité financière puisqu’elle a incité les acteurs économiques, et tout particulièrement les banques, à prendre davantage de risques. Dans ce contexte, ainsi que l’explique Claudio Borio dans ses travaux, la crédibilité des banques centrales a été une « épée à double tranchant » : elle explique à la fois leur succès passé et leur infortune actuelle. Les banques centrales sont parvenues dans les années 1990 à ancrer les anticipations des agents économiques à un niveau bas d’inflation. Mais, ce faisant, elles ont aussi contribué à nourrir un sentiment exagéré de sécurité et de confiance favorisant une prise de risque et un endettement excessif (voir Borio et Lowe, 2002). Ce « paradoxe de la crédibilité » en rejoint un autre, développé par Hyman Minsky dans les années 1970 : le « paradoxe de la tranquillité ». Selon cette analyse, les crises de surendettement se préparent lorsque tout va bien et que les agents économiques (ménages, entreprises) profitent de la croissance et des taux d’intérêt bas non seulement pour emprunter, ce qui serait individuellement rationnel, mais pour emprunter

trop, et d'une manière contagieuse. Lorsque les taux d'intérêt se retournent, en particulier du fait du resserrement de la politique monétaire, l'endettement qui paraissait soutenable compte tenu du niveau modéré des taux d'intérêt, devient insupportable et vire au surendettement. La séquence ainsi décrite correspond bien aux étapes qui ont conduit à la crise des *subprimes* de 2007.

La crédibilité des banques centrales peut également favoriser l'instabilité en retardant la réaction de ces dernières. Marvin Goodfriend (2001) fut le premier à expliquer que la Banque centrale peut se laisser leurrer par sa crédibilité et ne pas réagir suffisamment vite à une contraction de l'activité et favoriser ainsi un contexte de déflation et de stagnation. Cette idée est reprise par Borio et White (2003) : lorsque la banque centrale est crédible, les anticipations d'inflation sont ancrées sur l'objectif de long terme de celle-ci. Une liquidité abondante mettra alors beaucoup de temps à se transformer en inflation : les banques centrales tarderont trop à relever leur taux d'intérêt pour empêcher la formation de déséquilibres financiers.

Les liens entre stabilité monétaire et stabilité financières sont donc autrement plus complexes que ne le supposait la stratégie des banques centrales avant la crise. La causalité entre ces deux missions est à double sens : tantôt la stabilité monétaire « cause » la stabilité financière, tantôt c'est la stabilité financière qui influence la stabilité monétaire. Cette influence bilatérale peut en outre s'exercer positivement ou négativement : dans certaines situations la stabilité monétaire favorise la stabilité financière, dans d'autres elle la défavorise. Et le processus est réciproque pour ce qui concerne l'influence de la stabilité financière sur la stabilité monétaire. Cela signifie que ces deux missions peuvent être convergentes et ainsi se renforcer mutuellement. C'est le cas face à un choc de demande positif, face à un choc inflationniste, ou encore, face à une poussée des prix d'actifs : dans ces trois cas, rétablir la stabilité monétaire comme la stabilité financière nécessite une seule et même action, une hausse des taux d'intérêt (Artus, 2010). Mais les deux missions peuvent aussi entrer en conflit. Comme cela a été montré dans la première approche du rapport, le risque de conflit existe dès que le rétablissement de la stabilité monétaire nécessite une action correctrice qui va à l'encontre de la stabilité financière ou, inversement, qui aide à rétablir la stabilité financière au détriment de la stabilité monétaire. Artus (2010) fournit plusieurs exemples :

- Choc sur le partage profits / salaires : la part des salaires baisse, les prix des actifs (actions) augmentent, mais la demande de biens et l'inflation diminuent ; il faudrait alors freiner les prix des actifs (et probablement le crédit) et soutenir la demande ;
- Fort effet négatif de l'inflation sur la demande de biens, dû par exemple à la perte de richesse réelle ou à la compétitivité-prix, ou au fait que l'inflation vient du prix des matières premières, et qui l'emporte sur l'effet positif lié à la baisse des taux d'intérêt réels ;
- Myopie nominale dans la formation des prix des actifs : si les prix des actifs dépendent non pas des taux d'intérêt réels mais des taux d'intérêt nominaux, un choc inflationniste fait baisser les prix des actifs dès que les taux d'intérêt y réagissent.

Et ces conflits sont avivés dans des situations caractérisées par des modifications importantes de la productivité et/ou dans changements profonds dans les comportements des agents économiques comme le montre Papademos (2009).

Ces conflits peuvent être vus comme l'impossibilité de confier ces deux missions en même temps aux banques centrales. Nous les interprétons plutôt ici comme l'impossibilité de hiérarchiser ces deux missions et d'attendre que l'une entraîne la réalisation de l'autre.

En bref, stabilité monétaire et stabilité financière entretiennent des relations d'interdépendance tantôt convergentes, tantôt conflictuelles, qui empêchent de subordonner ces deux missions l'une à l'autre. Elles doivent être menées ensemble, au moyen d'une panoplie d'instruments suffisamment étendue pour faire face aux situations éventuelles de conflits. Or, tout au long des années 1990-2000, la stabilité financière a été largement subordonnée à la mission prioritaire de stabilité monétaire.

1.4 Les dangers du principe de séparation

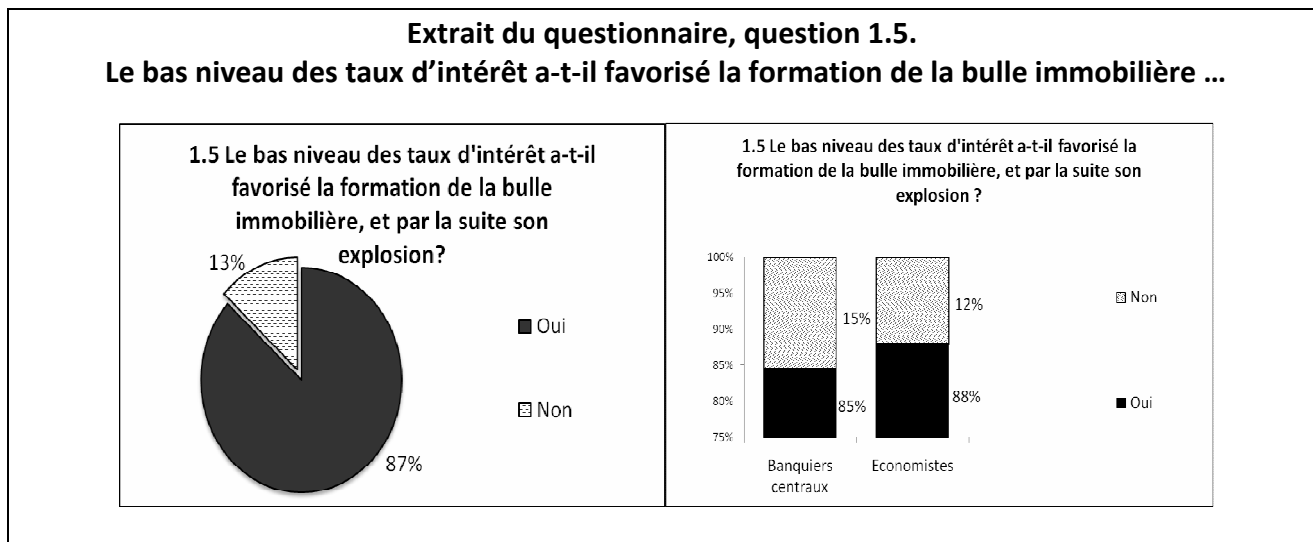
La Grande modération a favorisé des tensions financières que les banques centrales étaient d'autant moins armées pour les combattre qu'elles s'en tenaient à un strict principe de séparation. Conformément à ce principe exposé dans la première partie du rapport, les banques centrales ne réagissent aux tensions financières que si celles-ci constituent une menace avérée pour la stabilité des prix, l'hypothèse sous-jacente étant que si la stabilité monétaire n'est pas compromise, la stabilité financière se résorbera d'elle-même. Les trois conditions énoncées par Rudebush (2005) pour que l'évolution des prix des actifs affecte la conduite de la politique monétaire (cf. partie 1) résument bien ce principe :

1. l'existence d'une bulle doit être démontrée ;
2. l'éclatement éventuel de cette bulle pourrait avoir des conséquences macro-économiques importantes ;
3. les effets d'une variation – c'est-à-dire d'une hausse - des taux d'intérêt sur la bulle sont certains et peu coûteux.

Extrêmement difficiles à vérifier, ces trois conditions ont rarement conduit les banques centrales à contrer la formation de bulles de prix d'actifs ou à tenter plus généralement de lutter contre des tensions financières. L'évolution des prix dans le secteur de l'immobilier, au cours de la phase de boom qui a précédé la crise, en fournit une excellente illustration.

Hormis le Japon et l'Allemagne, les pays du G7 ont tous été confrontés à une bulle immobilière qui s'est formée à partir des années 1996-1997 jusqu'au milieu de l'année 2007 (voir partie 1), au cours de laquelle les prix réels des logements ont augmenté en moyenne de 84%. Cette bulle a bien été identifiée par les banques centrales. Les compte-rendus (publiés en 2010 par la Fed) des réunions mensuelles de *Federal Open Market Committee* qui se sont déroulées à l'époque ainsi que des études de banques centrales d'autres pays (en France, notamment) permettent de s'en convaincre. Le scénario d'un effondrement des prix de l'immobilier était envisagé, mais il ressort des déclarations faites à l'époque par les banquiers centraux, et en particulier par Alan Greenspan, que cela ne nécessitait pas une action « préemptive » de leur part. Les banques centrales se sont contentées d'« avertir » et n'ont pas réagi à la situation en augmentant leurs taux directeurs. Leur politique monétaire apparaît avoir été trop expansionniste à partir de 2003, non seulement aux Etats-Unis mais aussi dans les autres économies. En comparant les taux à 3 mois observés aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Canada, au Royaume-Uni entre 2000 et 2007, à ce qu'aurait prescrit une règle de Taylor standard (cf. partie 1), il apparaît dans le cas des Etats-Unis et de la zone euro, mais également pour le Canada entre 2002 et 2006 et dans une moindre mesure ou plus irrégulièrement pour le Royaume-Uni, que les taux d'intérêt à court terme ont été maintenus trop bas, trop longtemps. En outre, l'écart entre les deux semble bien être positivement lié à l'augmentation des prix des logements.

La question posée dans notre questionnaire à ce sujet « Le bas niveau des taux d'intérêt a-t-il favorisé la formation de la bulle immobilière, et par la suite son explosion » ne divise pas les banquiers centraux et les économistes : 85% des premiers et 88% des seconds répondent par l'affirmative. Cela incite à conclure qu'en ne réagissant pas à la bulle immobilière, les politiques monétaires des années 2000 ont contribué à l'amplifier.

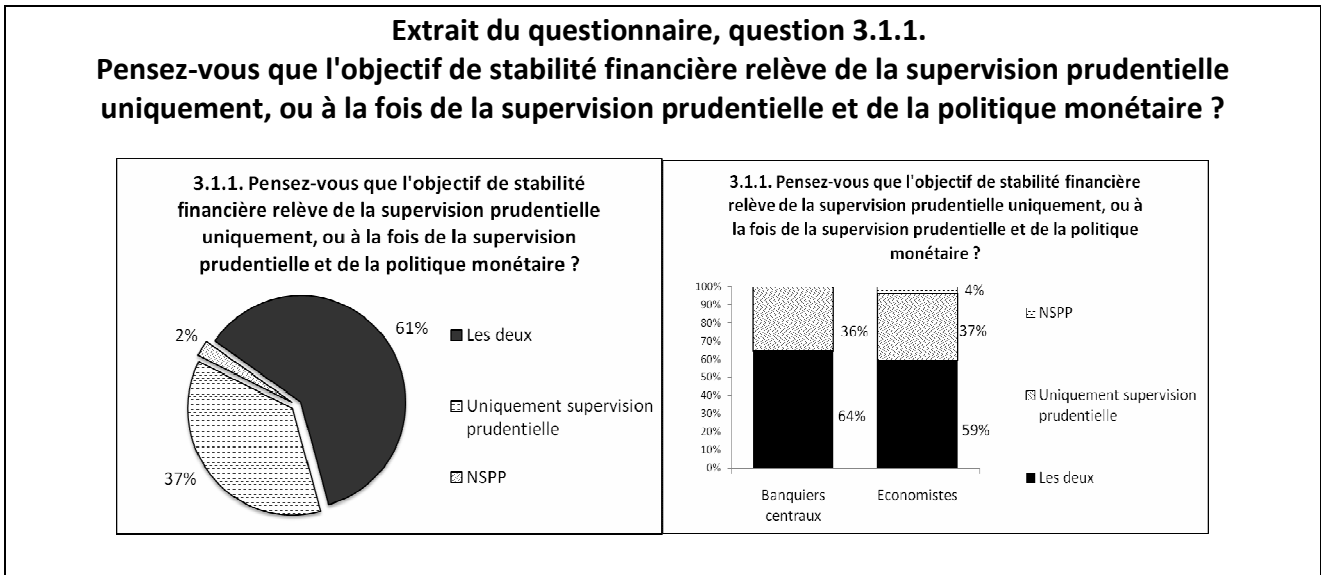


En se conformant au principe de séparation, les banques centrales ont également sous-estimé la menace que fait porter l'instabilité financière sur la situation macroéconomique d'ensemble. Elles étaient probablement convaincues qu'il leur serait possible de nettoyer les dégâts après coup (*CUA : Clean Up afterwards*). La complémentarité attendue par les banques centrales portait sur l'incidence positive de la stabilité monétaire sur la stabilité financière, mais finalement pas tant sur l'incidence réciproque de la(l') (in)stabilité financière sur la(l') (in)stabilité macroéconomique. Or, la solidité et l'efficacité du système financier contribuent à la croissance de l'économie et renforcent sa résistance aux chocs. Inversement, les crises bancaires et financières se traduisent par un ralentissement de l'activité économique qui peut rendre difficile la réalisation de l'objectif d'inflation ; dans les cas extrêmes, une spirale déflationniste peut même se déclencher. La crise a fait craindre cette spirale dans laquelle la crise de 1929 avait emporté les économies des Etats-Unis et des pays d'Europe. Autrement dit, les banques centrales attendaient de la convergence là où stabilité monétaire et stabilité financière sont entrées en conflit : la stabilité monétaire des années 2000 a favorisé l'instabilité financière. Et elles ont été surprises par la convergence là où elles ne l'attendaient pas : l'instabilité financière de 2007-2010 a causé une crise économique et sociale.

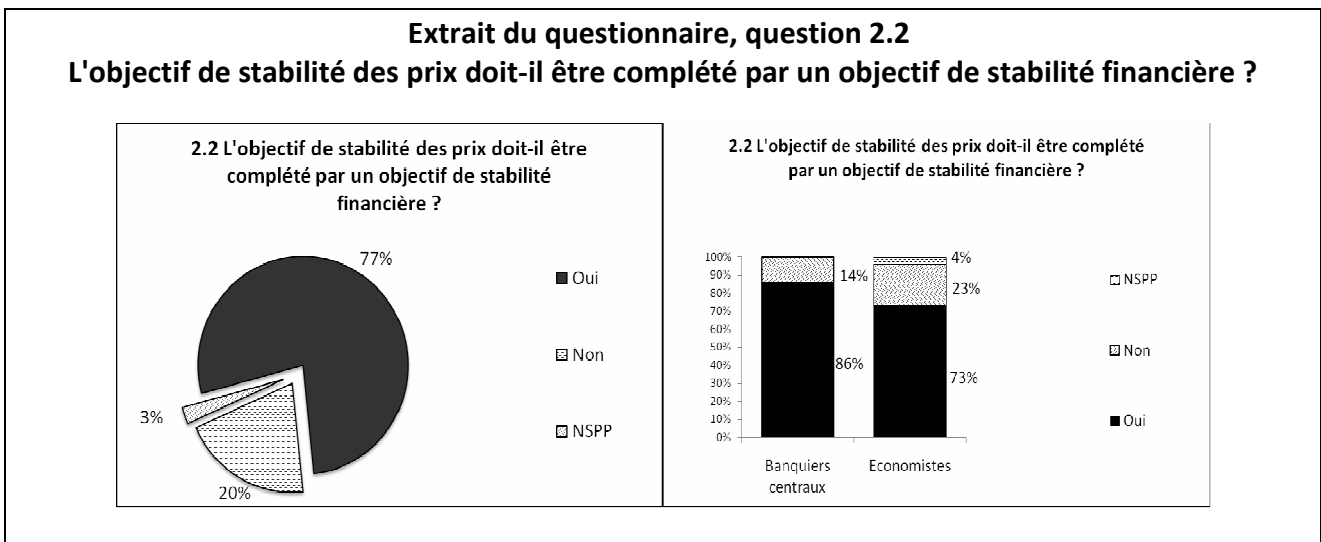
1.5 La diversité des formes d'instabilité

Les banques centrales doivent donc faire face à plusieurs formes d'instabilité – monétaire et financière – qui interagissent entre elles d'une manière parfois complexe et changeante. Pour cette raison, le principe de séparation des politiques de stabilité monétaire et de stabilité financière ne nous apparaît pas pouvoir fonder le *Central banking*. Il semble y avoir un large consensus à ce sujet, à l'issue de la crise financière récente. Interrogés sur le principe de séparation à partir de la question « Pensez-vous que l'objectif de stabilité financière relève de la

supervision prudentielle uniquement, ou à la fois de la supervision prudentielle et de la politique monétaire ? », les banquiers centraux comme les économistes considèrent pour la majorité d'entre eux que la stabilité financière engage les deux.



Va dans le même sens le pourcentage élevé de réponses positives recueillies par notre questionnaire, tant parmi les banquiers centraux que les économistes, à la question de savoir si l'objectif de stabilité des prix doit être complété par un objectif de stabilité financière.



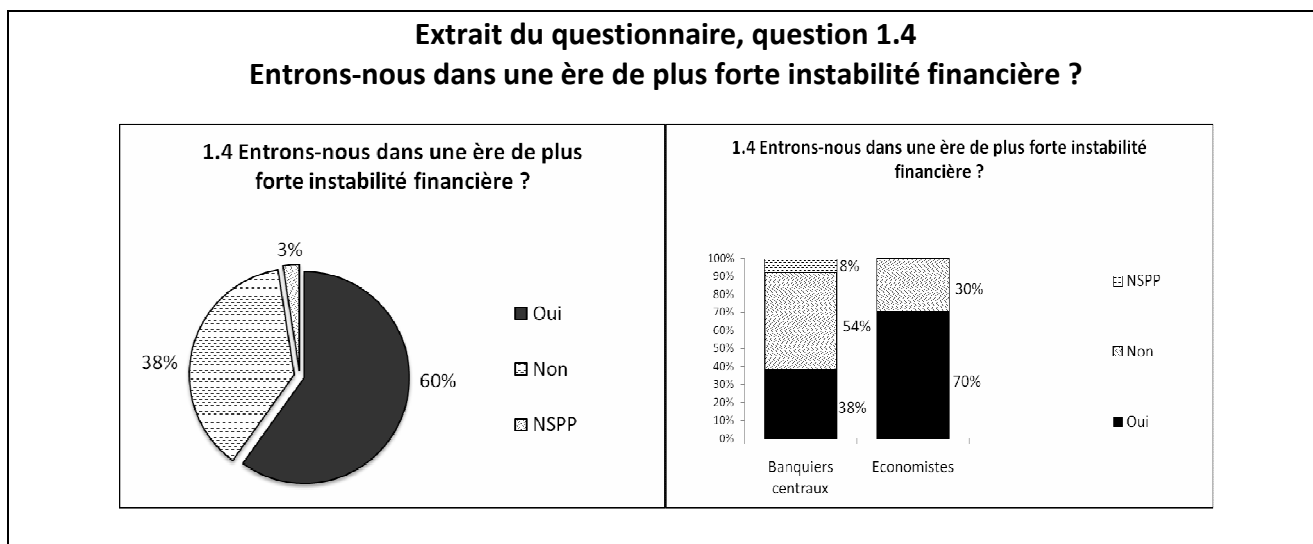
La stabilité financière apparaît toutefois plus difficile à définir et à quantifier que la stabilité monétaire. Pour certains économistes, cela établirait une hiérarchie de fait entre les deux, la stabilité monétaire pouvant constituer un « objectif » pendant que la stabilité financière serait nécessairement reléguée au rang de « mission » à laquelle les banques centrales contribueraient, sans se fixer de priorité en la matière. Il n'est cependant pas inutile de rappeler que la stabilité

monétaire fait l'objet d'une définition simple et quantifiable parce que les banques centrales des pays avancés ont décidé qu'il en soit ainsi. Elles ont choisi de retenir dans leurs politiques de ciblage d'inflation, une définition restrictive de la stabilité monétaire, réduisant celle-ci à la stabilité monétaire interne. Le fait de ne pas prendre en considération explicitement la stabilité monétaire externe, c'est-à-dire les taux de change, simplifie leur tâche. Pourtant, cela apparaît étonnant dans le contexte de la mondialisation, et constitue certainement une limite à l'efficacité de la politique monétaire. Notons en outre que cette vision étroite de la stabilité monétaire n'est pas celle de la plupart des pays dits émergents, dont les banques centrales poursuivent un objectif de taux de change en cherchant à s'ancre d'une manière plus ou moins rigide sur une ou plusieurs monnaies de référence.

La stabilité financière pose, il est vrai, de plus amples problèmes de définitions présentés dans la première approche du rapport. Elle ne fait pas l'objet d'une définition unique, admise par tous les économistes et banquiers centraux. Cela provient de ce que son contraire - l'instabilité financière - est un phénomène polymorphe et complexe, et reconnu comme tel par les banquiers centraux (cf. définition de l'instabilité financière par la Banque de France, dans le chapitre 1 de l'approche 1).

L'instabilité financière se caractérise, en effet, par une série de dysfonctionnements (bulles, emballements ou, à l'inverse, rationnements excessifs du crédit, volatilité excessive des prix d'actifs, des taux de change, faillites bancaires, etc.) dont la liste n'est pas exhaustive et qu'il est plus ou moins facile de diagnostiquer.

Les réponses à notre questionnaire illustrent la difficulté qu'il peut y avoir à diagnostiquer l'instabilité financière. A la question « Entrons-nous dans une ère de plus grande instabilité financière ? », banquiers centraux et économistes apparaissent pour le moins partagés. Plus optimistes à ce sujet que les économistes, les banquiers centraux sont seulement 38% à donner une réponse positive, contre 70% parmi les économistes, qui ont aussi une opinion beaucoup plus réservée quant à la possibilité de réduire l'instabilité financière dans le futur.



Et le fait qu'un consensus se dégage sur la nécessité d'un objectif de stabilité financière en plus de l'objectif de stabilité monétaire confié aux banques centrales mais qu'en même temps banquiers centraux et économistes n'aient finalement pas la même vision de l'instabilité financière traduit bien, aussi, le caractère protéiforme de l'instabilité financière.

L'histoire financière montre également que les crises financières prennent des formes très différentes en fonction des marchés et des institutions qu'elles frappent (Kindelberger, 1978 ; Reinhardt et Rogoff, 2009). Les économistes distinguent traditionnellement trois types de crises : les crises boursières, les crises de change et les crises bancaires, celles-ci pouvant intervenir conjointement. Cette liste doit être complétée par les crises obligataires, les crises de la dette souveraine et les crises immobilières qui ont joué un rôle important au cours des dernières décennies.

Toutes ces crises ne revêtent pas le même degré de gravité, en ce qui concerne leur dimension systémique, d'une part, et leur coût économique et social, d'autre part. Les travaux récents suggèrent que les crises financières sont d'autant plus graves que la procyclicité du crédit entre en résonance avec celle des autres actifs (Boyer et alii, 2004). Dans leur quasi-totalité, les marchés d'actifs sont sujets à des déséquilibres cumulatifs débouchant sur des fragilités, susceptibles d'induire une crise financière. La dynamique du crédit joue un rôle déterminant dans l'émergence d'un emballement spéculatif de grande ampleur sur ces différents marchés, pouvant conduire à une crise systémique. Plusieurs épisodes de crise observés au cours des dernières décennies illustrent cette conclusion. Un cas exemplaire est fourni par les « crises jumelles », bancaire et de change, qui ont frappé dans les années 1990 un grand nombre de pays dit « émergents », récemment ouverts à la finance internationale. La profondeur de ces crises s'explique en effet par l'entrée en résonance des craintes de dévaluation de la monnaie nationale et de la perte de valeur des actifs nets bancaires et non bancaires dans les économies en question.

A contrario, les krachs boursiers de 1987 et de 2000, pourtant spectaculaires, n'ont pas dégénéré en crises systémiques dans la plupart des pays avancés, parce que ces épisodes d'instabilité ont été circonscrits aux marchés boursiers et n'ont pas affecté d'une manière significative la stabilité des systèmes bancaires. En revanche, le Japon a connu une crise profonde et systémique, conduisant à un épisode déflationniste au cours des années 1990, du fait de l'emballement simultané des marchés d'actifs (bourse et immobilier) et du marché du crédit.

Une double conclusion ressort de cette analyse : (1) l'instabilité financière est un processus polymorphe, susceptible de prendre des formes très différentes selon les périodes et les pays ; (2) la procyclicité du crédit, et ses effets de résonance avec les différents marchés d'actifs, est un facteur aggravant majeur des crises financières.

Une recommandation découle de ces conclusions : le crédit – puisque son emballement est au cœur des crises financières les plus graves – doit faire l'objet d'une surveillance accrue, de même que l'évolution du bilan des banques dont l'importance a été largement sous-estimée comme canal de transmission des chocs lors des crises financières récentes, qu'il s'agisse de la crise japonaise des années 1990, ou de celle des *subprimes*.