

FINANCE GLOBALE, CYCLE FINANCIER ET STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

MICHEL AGLIETTA*

Depuis les années 1980, la globalisation financière a pris un essor mondial. Ce phénomène a coïncidé avec la désinflation, qui a été appelée « Grande Modération », avant de devenir pendant plusieurs années le péril de la déflation. La coexistence des deux phénomènes a conduit l'orthodoxie de la « science financière » à louer l'ère de la stabilité procurée par une finance enfin dérèglementée.

On sait ce qu'il en est advenu. Mais a-t-on tiré les leçons de ce que signifie en théorie et en doctrine de régulation l'énorme expansion financière suivie de sa crise systémique ? A-t-on idée des transformations à venir pour que la finance soit capable d'affronter les mutations de ce siècle et jeter le pont entre le présent et l'avenir, conduisant à un monde de développement durable ?

223

QU'EST-CE QUE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE ?

La finance s'est développée dans le monde entier ; c'est pourquoi on parle de globalisation. Quelques repères quantitatifs donnent une idée de cette expansion. Mais cela signifie-t-il que la finance est un système intégré ?

Les transactions financières internationales et l'accumulation d'actifs étrangers évoluent sans commune mesure avec le commerce international, lorsqu'on les met en rapport avec le PIB (produit intérieur brut) mondial. Selon les statistiques financières internationales du FMI (Fonds monétaire international), les actifs financiers étrangers et le commerce mondial étaient du même ordre de grandeur, environ 20 % du PIB mondial en 1980.

* Professeur émérite d'économie, Université Paris Nanterre ; conseiller scientifique, CEPII et France Stratégie. Contact : agliettam@yahoo.fr.

Dans les trente années qui ont suivi, le commerce international a évolué autour de cette proportion, tandis que les actifs financiers étrangers s'élevaient à 180 % du PIB mondial, soit près de neuf fois la valeur du commerce international.

Cette expansion n'a été financée que par une dérive de l'endettement apparemment sans limite. Pour le quart de siècle précédant la grande crise financière de 2007-2008, il y a eu 1,15 % d'augmentation de la dette des agents non financiers (publics et privés) pour 1 % de croissance nominale.

Une mesure plus intuitive de l'intégration financière consiste à regarder la corrélation entre les taux d'épargne et d'investissement nationaux. Lorsque les économies sont financièrement fermées, le coefficient de corrélation est proche de 1, car l'investissement des pays est entièrement financé par l'épargne nationale. À l'opposé, si le système financier est complètement intégré, le coefficient avoisine 0, car l'épargne mondiale constitue un seul *pool* homogène qui va vers les investissements les plus rentables.

Les calculs de la Banque d'Angleterre (Haldane, 2014) à partir des statistiques de balances de paiement du FMI montrent les résultats suivants. Dans le système de Bretton Woods, le coefficient pour un panel de quinze pays était de 0,9. Il a décollé dans les années 1970 et a fluctué autour de 0,7 jusqu'au tournant des années 1990. Puis l'intégration financière a bondi avec le Consensus de Washington au début des années 1990 et la vague de déréglementation qui a déferlé à la fin des années 1990, pour arriver à 0 au pic de 2007. Pour un puriste de la finance, c'était l'intégration financière parfaite ! En réalité, c'était le début de la gigantesque crise financière qui a fait reculer le coefficient vers 0,5 après 2010.

Globalisation financière et intégration financière

La globalisation financière a-t-elle procuré des gains à l'économie mondiale en croissance et en bien-être social ? Rodrik et Subramanian (2009) ont étudié la relation entre ouverture financière et croissance de long terme sur un panel de vingt-sept pays développés et émergents entre 1985 et 2004. Ils ont montré qu'il n'y avait aucune relation, que l'on mesure l'ouverture financière en niveau ou en rythme d'accroissement. Ces résultats ont été confirmés plus récemment par Rey (2013). En revanche, les travaux économétriques sont unanimes pour montrer que l'intégration commerciale a des effets positifs significatifs sur la croissance. En outre, l'expérience de la Chine a montré que des entrées de capitaux bien choisies, sous forme d'investissements directs,

assorties de transferts de technologie et inscrites dans une planification bien conduite, étaient remarquablement efficaces pour renforcer l'industrialisation.

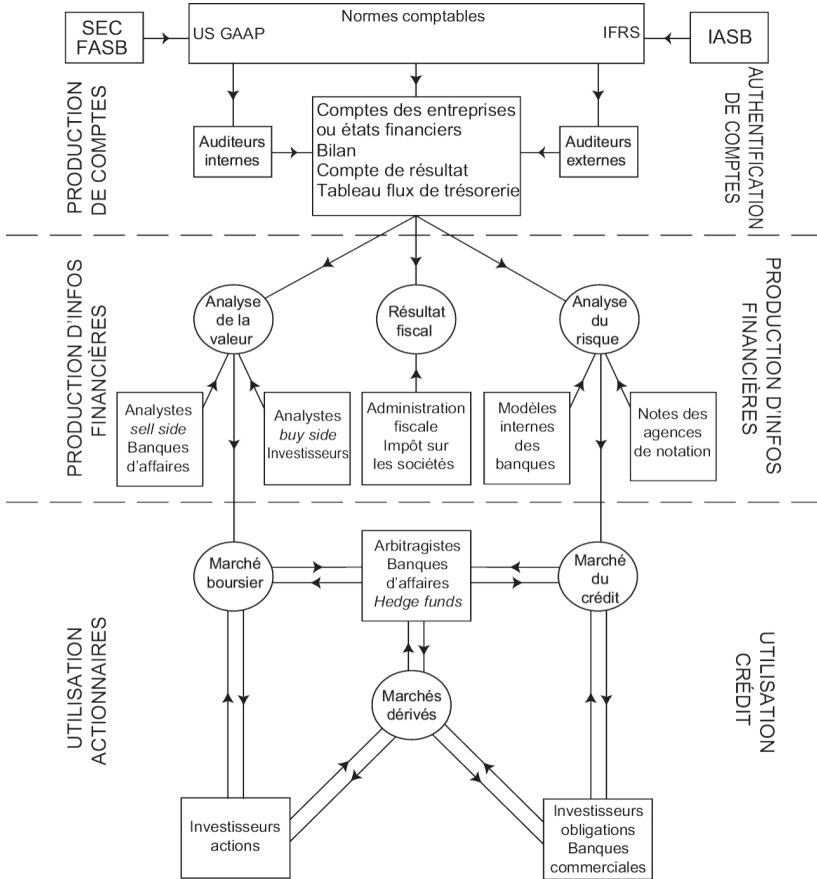
Car la finance ne se réduit pas à un flux en expansion. C'est un système complexe, formé de multiples réseaux interconnectés. Toutes les disciplines scientifiques, sauf les économistes, savent que des systèmes complexes sont ambivalents du point de vue de la stabilité. Tant que la connectivité des réseaux est limitée, les liens internes entre les unités du réseau sont des moyens d'absorption des chocs. Ils parviennent à les redistribuer et ainsi à en disperser les risques. Ce sont des systèmes robustes et résilients. Au contraire, quand les chocs sont forts ou interdépendants, la connectivité est un puissant moyen de les propager à travers le système. Ainsi la taille et la multiplication des transferts d'actifs transfrontières, ainsi que les expositions croisées de plus en plus denses entre les banques et entre les banques et les acteurs du *shadow banking*, ont élevé le degré de comouvement entre les prix d'actifs, de sorte qu'un choc commun peut les retourner pour une même catégorie d'actifs dans un grand nombre de pays. Le système devient alors fragile. Il se comporte comme un propagateur de chocs.

Complexité de la chaîne d'information financière

La chaîne d'information financière du système globalisé est décrite sur le schéma 1 (*infra*). Elle fait apparaître trois niveaux : en bas, les acteurs de la finance qui font le commerce des promesses dans le temps contrefactuel de l'avenir. Les interactions stratégiques entre leurs croyances engendrent des conventions de marché à partir desquelles ils font des choix présents. Ils participent au commerce de droits de propriété (actions, mais aussi immobilier, matières premières, or monnayé, etc.) et au commerce des dettes. Ils nourrissent leurs croyances sur l'avenir à partir de flux d'informations complexes, contradictoires et changeants.

Ces informations sont produites au niveau intermédiaire par une grande multiplicité d'acteurs ayant des stratégies différentes et souvent rivales, en fonction de leurs liens avec les acteurs du niveau 3. Ainsi les analystes *sell side* et *buy side* sont reliés à des acteurs financiers ayant des rapports complémentaires de financement et conflictuels sur les normes d'endettement. De leur côté, les évaluateurs du risque de crédit (départements internes aux banques ou cabinets de conseil) peuvent être directement liés aux intermédiaires financiers offreurs de crédit, ou prétendument indépendants comme les agences de notation. Il s'ensuit que les informations sont des nébuleuses, d'autant plus opaques que le niveau du bas se complexifie en réseaux de gré à gré, incorporant des chaînes de transactions plus longues et plus réflexives en formant des boucles autoréférentielles.

Schéma 1
La chaîne d'information financière



226

FASB : Financial Accounting Standards Board ; IASB : International Accounting Standards Board ; SEC : Securities and Exchange Commission.

Source : d'après l'auteur.

Enfin le niveau le plus élevé, celui de la production des normes internationales, construit et authentifie les comptes. C'est le niveau de validation sociale de ce qu'on appelle la « valeur ». Ce niveau est d'une grande opacité dans sa dimension mondiale. D'une part, les principes de définition et d'élaboration de la comptabilité ne sont pas homogènes. La comptabilité dite « historique » des entreprises, le système normalisé de la comptabilité nationale et la comptabilité dite « en valeur de marché » sont incompatibles. Il s'ensuit que les mesures de performance des acteurs économiques du niveau du bas sont multiples et non comparables. La rentabilité des entreprises comporte une mul-

tiplicité de mesures à interpréter. D'autre part, de fortes rivalités existent entre le système américain (US GAAP) et le système prétendument international de normes comptables parce qu'adopté par l'Union européenne (IFRS pour International Financial Reporting Standards), sans oublier la normalisation progressive des coutumes chinoises.

Cette opacité est sérieusement accrue, au niveau des transactions et des évaluations d'actifs internationaux, par les fluctuations des taux de change. Il s'ensuit que le postulat de la théorie de l'efficacité financière, selon laquelle n'existe qu'un système de valorisation connu de tous et adopté par tous, donc parfaitement transparent, qui devrait conduire à un équilibre général intégré des prix d'actifs mondiaux appelés « valeurs fondamentales », n'est pas avéré.

Complexité organisationnelle et vulnérabilités financières

Hormis la multiplicité et la complexité des systèmes comptables et des normes réglementaires, la prolifération du *shadow banking* a considérablement accru la complexité de la finance et sa propension à l'instabilité. Ce qui est essentiel est que le *shadow banking* est imbriqué dans le système bancaire par son financement qui dépend du marché de gros de la liquidité, mais aussi par de multiples relations de propriété et d'alliance.

Selon la définition du Financial Stability Board (FSB), le *shadow banking* comprend les institutions financières non bancaires, hormis les institutions financières publiques à garantie gouvernementale, les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie. On en distingue quatre types : les compagnies financières, les *brokers dealers* sur titres, les fonds d'investissement et les gérants d'actifs.

Trois canaux de transmission du risque systémique sont distingués : le canal des contreparties, celui des marchés et celui du défaut de substituabilité. Le premier se caractérise par la possibilité de défauts en cascade de banques et de non-banques liées par des leviers de dettes. Le deuxième résulte d'une baisse prononcée et simultanée de prix d'actifs qui entraîne des ventes de détresse d'autres firmes détenant des actifs similaires. Plus il y a de levier, plus les liquidations forcées et les distorsions de prix d'actifs sont sévères. Le troisième provient de fragmentations dans le système financier : une entité du *shadow banking* ne peut plus assumer une fonction critique sans qu'il y ait de substitut immédiat.

La fragilité financière est donc accrue par la taille des entités étroitement dépendantes des banques, l'interconnectivité qui favorise la faible substituabilité, la complexité qui rend plus difficile la résolution des faillites, enfin et surtout la participation à des activités globales par

les actifs et les engagements transfrontières. En effet, ces activités augmentent l'impact systémique d'une entité en détresse par l'étendue des répercussions induites. Il s'ensuit que plus la globalisation financière a progressé, plus la chaîne d'information financière s'est complexifiée et plus la finance a été entraînée par la dynamique déséquilibrante du *momentum* conduisant au cycle financier.

LES CYCLES FINANCIERS ET LEUR IMPACT MACROÉCONOMIQUE

On a déjà souligné que la période dite de « Grande Modération », avec une faible volatilité des prix à la consommation et à la production, a été très favorable au développement de la fragilité financière. De multiples crises se sont produites depuis la fin des années 1980 (crises immobilières dans un grand nombre de pays au tournant des années 1990, crises multiples des pays émergents, crise boursière du tournant du millénaire). L'endettement a gonflé et rendu la finance plus vulnérable d'une crise à l'autre pour aboutir à la grande crise de 2007-2008 qui a initié le retournement le plus sévère du cycle financier le plus ample depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Rétrospectivement, la croissance des trente dernières années a été amplifiée par les bulles de prix d'actifs et l'endettement. Les retournements des cycles intermédiaires ont été amortis par la relance de l'endettement. Toutefois la phase dépressive qui a suivi la crise de 2008 a été différente. En dépit de la même recette, la relance de l'endettement par les banques centrales et les séquelles de la crise ont révélé la réalité du manque de dynamisme de l'investissement. Il en résulte une époque de croissance basse auto-entretenu que d'aucuns appellent stagnation séculaire. Pour en bien comprendre la raison, il faut auparavant définir ce qu'est le cycle financier et préciser à quelles hypothèses théoriques il se réfère.

228

La logique du momentum et le cycle financier

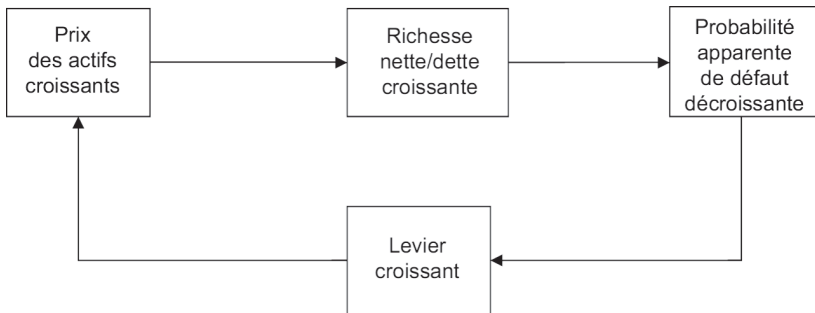
Les interactions croisées du cycle financier et de l'économie échappent à la théorie économique des marchés efficients, puisque l'hypothèse sur la formation des prix des actifs (valeurs fondamentales) exclut que des distorsions cumulatives s'inscrivent dans les bilans. Or c'est la dynamique des stocks qui domine la macroéconomie et s'inscrit dans le temps historique du cycle financier (seize ans à vingt ans).

La fragilité s'insinue dans la structure des bilans lorsque les emprunteurs, qui perçoivent des opportunités de gains en capital sur les actifs, recourent au levier de l'endettement pour les maximiser, sans pour autant que ces opportunités ne soient reliées à une valorisation fondamentale des activités ainsi financées. Il en est de même lorsque les prêteurs initiaux font crédit à des emprunteurs dont la solvabilité n'est

pas avérée, mais qui pensent pouvoir s'appuyer sur des techniques de transfert de risque pour s'en affranchir. Il s'ensuit que la marge de sécurité des emprunteurs en cas d'accroissement non anticipé de la volatilité des prix d'actifs, ou de revers dans l'évolution de leurs propres revenus, s'amenuise au point de disparaître. De leur côté, les prêteurs peuvent être soumis à l'illusion d'une solidité apparente associée à une convention haussière sur les marchés d'actifs. Les créanciers peu prudents anticipent que la valeur des actifs qui constituent le collatéral de leurs prêts va s'apprécier et garantir leurs créances. Dans ces conditions, la concurrence des prêteurs pour démarcher les emprunteurs potentiels pousse le crédit de plus en plus à la hausse.

La complémentarité entre les marchés du crédit et les marchés des actifs devient la raison d'une dynamique autoréférentielle qui annihile toute force de rappel endogène des marchés. C'est le *momentum* (cf. schéma 2).

Schéma 2
Le renforcement des cycles macroéconomique et financier
en phase expansive



Source : d'après l'auteur.

L'interdépendance des deux types de marchés est autorenforçante et n'exerce donc aucune force de rappel. D'une part, la progression de l'offre et celle de la demande de crédit sont toutes deux des fonctions croissantes de l'augmentation du prix des actifs, de sorte que le volume du crédit s'accroît sans ambiguïté. D'autre part, la hausse du prix des actifs est une fonction croissante du volume du crédit. Il y a donc bien une boucle d'induction réciproque qui fonctionne à la hausse comme à la baisse entre les deux marchés. Il ne peut y avoir de force de rappel lorsque l'anticipation de la hausse ou de la baisse des prix des actifs est le déterminant primordial de l'expansion ou de la contraction du crédit.

À la hausse, dans la phase euphorique du cycle financier, l'accroissement simultané de l'offre et de la demande de crédit empêche le taux d'intérêt de monter lorsque la demande de crédit s'accroît. Le coût du

crédit ne peut pas réguler la demande en freinant sa progression, car l'anticipation de la hausse des prix d'actifs n'a aucune limite prédéterminée. Lorsque les demandeurs de crédit sont motivés par l'anticipation de l'accroissement de leur richesse grâce à la valorisation des actifs, les offreurs de crédit ont la même perception optimiste du marché d'actifs. Ils pensent donc que le collatéral de leurs prêts va augmenter en valeur plus vite que le montant de leurs créances et donc que la probabilité de défaut sur les prêts, telle qu'elle est perçue par les banques, est en train de diminuer. Les indicateurs de marché ne donnent aucune indication pertinente sur les risques qui s'accumulent dans les bilans. On a même constaté dans la grande spéculation immobilière des années 2003 à 2006 que les *spreads* de crédit diminuaient tandis que l'expansion du crédit s'accélérait !

*Le retournement du cycle financier
et le drame de la déflation de bilan*

Au retournement d'un marché soumis à une bulle de prix d'actifs, le ratio « dettes/valeur de marché des actifs » augmente fortement parce que la valeur des actifs subit le *krach*, alors que celle des dettes n'a pas encore diminué. La situation financière des entreprises ou des ménages empire en dépit des efforts pour améliorer la structure des bilans. La hausse contrainte du poids de l'endettement en pleine phase récessive est la caractéristique cruciale d'une déflation financière. On observe alors un « défaut de coordination », où le comportement rationnel des acteurs privés au niveau microéconomique détériore la situation de tous au niveau macroéconomique.

En effet, il est rationnel pour chaque emprunteur d'essayer d'éviter la faillite, donc de chercher à se désendetter au plus vite. Or, dans une crise systémique, de nombreux emprunteurs sont dans la même situation et suffisamment nombreux pour que la combinaison de leurs actions puisse avoir un poids macroéconomique. Les dépenses sont coupées pour permettre le désendettement parce qu'il faut puiser dans des réserves ou prélever sur des revenus disponibles qui auraient été dépensés si cette contrainte financière prégnante n'avait pas existé. Le résultat est une diminution de l'activité économique, donc des revenus des candidats au désendettement qui corrélativement n'ont plus les moyens de le faire. La situation financière empire avec le poids de l'endettement relativement au revenu, du fait même de l'effet dépressif du désendettement contrarié.

Comme l'a montré Koo (2003) en observant la grande déflation financière japonaise des années 1990, les banques répercutent la détérioration des conditions de leurs crédits à toute l'économie. De leur côté, les entreprises coupent l'investissement productif pour augmenter

la part de l'autofinancement qui n'est pas investi, mais qui sert à faire des provisions pour absorber les pertes à venir sur les prêts non performants. Si cette transition perdure, la conséquence en sera une lente détérioration de la productivité par renouvellement insuffisant du capital productif. L'économie peut s'installer dans un équilibre de croissance basse auto-entretenu. Pour bien le comprendre, observons comment le cycle financier s'insère dans la régulation macroéconomique.

L'impact macroéconomique du cycle financier

La synthèse des vues de la BRI (Banque des règlements internationaux), qui étudie le cycle financier depuis vingt-cinq ans, fournit un cadre utile pour montrer que l'hypothèse du *momentum*, en tant que principe de fonctionnement de la finance, induit une procyclicité dans les dynamiques macroéconomiques.

Une dissonance cognitive se manifeste parce que les horizons courts de décision des acteurs de la finance et des responsables de la politique économique ne sont pas ajustés à l'horizon long du cycle financier. C'est la tragédie de l'horizon (Carney, 2015). La montée du risque systémique, lorsqu'elle est perçue au moment du retournement, réduit dramatiquement l'horizon de décision en imposant la dictature de la liquidité. Car les stocks dominent la dynamique macroéconomique avec les risques de bilan qu'ils renferment. Comme le suggérait Wicksell, le taux naturel varie avec les déséquilibres de bilan, car les déséquilibres de stocks ont des effets sur les flux (crédit nouveau/PIB) sur de longues périodes dans les deux phases du cycle financier.

La procyclicité de l'économie capitaliste mue par le crédit est formalisée dans le modèle de l'accélérateur financier. Le lien entre le sous-modèle réel et le sous-modèle financier est l'investissement. Il influence l'économie réelle par le canal de productivité et des prix du côté de l'offre, par le multiplicateur de revenu et les effets de richesse du côté de la demande. Le sous-modèle financier est le canal large du crédit qui influence l'investissement par l'impact du levier sur la valeur nette des entreprises conformément au schéma 2 (*supra*).

Dans ce cadre théorique, un type de modèle d'inspiration Fisher-Minsky-Koo, proposé par Eggertsson et Krugman (2012), capte les contraintes variables imposées par l'endettement dans le cycle financier. Les emprunteurs font face à une limite d'endettement qui ne peut dépasser la valeur actualisée de l'anticipation de leurs revenus futurs par les prêteurs.

Cette vue change dans le temps conformément à la perspective de Minsky (1982). La hausse des prix d'actifs entraîne l'euphorie qui motive une attitude laxiste de la communauté des investisseurs à

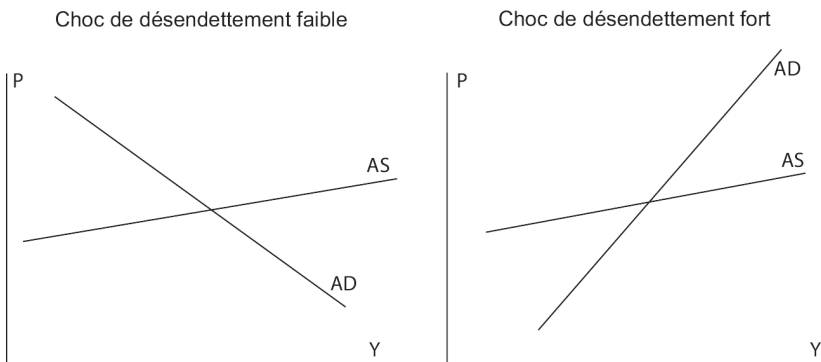
l'égard du levier de dette des emprunteurs. Il y a donc une limite haute de la dette dans la phase expansive du cycle financier. Le moment Minsky, c'est-à-dire l'éclatement de la crise financière qui renverse les prix d'actifs, fait baisser précipitamment la limite de dette jusqu'à un niveau bas. Celui-ci résulte d'un resserrement des contraintes de collatéral lorsque la communauté épargnante s'aperçoit brusquement que les actifs avaient été surévalués. Le désendettement va résulter de l'effort des débiteurs pour ramener leur endettement au niveau de la limite basse. S'enclenche la déflation de dette Fisherienne auto-entretenu.

Le taux d'intérêt naturel devient endogène à la trajectoire du désendettement. Lorsque le retournement du cycle financier produit une crise systémique, le taux naturel devient négatif parce que le désendettement requis est très important. La chute subséquente de l'*output* fait baisser le niveau des prix de telle manière que l'endettement réel s'accroît au lieu de baisser. Le désendettement contrarié entraîne une courbe de demande qui devient fonction croissante du prix. C'est d'ailleurs pourquoi les banques centrales s'évertuent à faire remonter l'inflation.

Une crise systémique est donc, au niveau macroéconomique, une situation où l'écart entre la limite haute et la limite basse du taux d'endettement est grand, de telle manière que la pente de la courbe de demande s'inverse (cf. schéma 3).

232

Schéma 3
Equilibre macroéconomique
selon l'ampleur du choc de désendettement



Source : d'après l'auteur.

Lorsque le cycle financier est de grande amplitude et de longue durée, son retournement provoque un durcissement considérable de la contrainte d'endettement qui entraîne une inversion de pente de la

courbe de demande globale : car toute baisse des prix conduit à augmenter le poids réel de l'endettement accumulé, lequel provoque un fléchissement supplémentaire de la demande courante. Les entreprises anticipent une demande effective plus faible et deviennent plus réticentes à investir. Puisque le désendettement est contrarié par les processus décrits *supra*, la contrainte forte sur l'endettement futur se perpétue et installe l'économie dans un équilibre persistant où les anticipations s'adaptent à une croissance potentielle basse. Les recettes habituelles de la politique économique deviennent alors plus qu'inopérantes. Elles renforcent l'équilibre de basse pression, car tous les paradoxes de Keynes sont activés : paradoxes de l'épargne (*thrift*), du labeur (*toil*) et de la flexibilité (*flexibility*).

Le paradoxe de l'épargne dit que si tout le monde cherche à épargner, il y aura moins d'épargne agrégée. Le paradoxe du labeur dit que si chacun essaie de travailler plus, il y aura moins de travail agrégé. Le paradoxe de la flexibilité dit que des prix et des salaires plus flexibles intensifient les difficultés du désendettement des emprunteurs au lieu d'accroître la demande, puisque les emprunteurs sont plus contraints et que les épargnants anticipent une poursuite de la baisse des prix (effet Fisher).

Ces paradoxes ont la même origine qui est une erreur de diagnostic sur la dynamique qui résulte du cycle financier. L'existence de l'équilibre de basse croissance est imputée à une faiblesse de la production potentielle pour des raisons exogènes (population, progrès technique, inégalités, etc.). Or la production potentielle, en théorie néoclassique, est indépendante de la demande. Il faut donc, selon cette conception, mener des politiques qui déplacent la courbe d'offre vers la droite en incitant les agents économiques à épargner ou à travailler plus. Mais lorsque la courbe de demande agrégée est croissante dans le plan (Y,P), tout glissement vers la droite de la courbe d'offre fait baisser le niveau des prix, ce qui augmente la valeur réelle des dettes et réduit la dépense, donc fait fléchir la demande et entraîne un niveau du PIB plus bas. Quant à la pression sur les salaires pour les rendre plus flexibles, ce qui se traduit par une pente plus grande de la courbe d'offre, ils aboutissent à une baisse des prix qui intensifie les difficultés du désendettement des emprunteurs, tandis que les épargnants anticipent une poursuite de la baisse des prix (effet Fischer). Ils attendent des prix plus bas pour dépenser plus tard, ce qui déplace la courbe de demande vers la gauche et réduit le niveau du PIB.

C'est ce qui est évoqué par la métaphore de la stagnation séculaire. Si les gouvernements cherchent à baisser les impôts sur le travail ou sur le capital lorsque les taux d'intérêt nominaux sont nuls ou négatifs, les

réductions d'impôt conçues pour abaisser les coûts marginaux du travail ou du capital deviennent récessives. Car ces réductions fiscales augmentent le taux d'intérêt réel par les baisses de prix qu'elles entraînent, sans que la banque centrale puisse le compenser.

CONCLUSION : L'IMPORTANCE CRUCIALE DE LA RÉGULATION PUBLIQUE

La politique budgétaire est bien l'outil principal pour essayer d'arracher l'économie à la stagnation séculaire. Lorsque les contraintes de désendettement sont prégnantes, la détérioration des bilans domine le secteur privé. Un nombre d'acteurs privés suffisamment élevé pour entraîner un effet macroéconomique ne parvient plus à obtenir des emprunts nouveaux. Simultanément, l'obsession de la liquidité paralyse les prêteurs potentiels.

Dans ces conditions, on ne saurait sous-estimer l'importance des investissements publics, c'est-à-dire d'un emprunteur en dernier ressort capable d'allonger l'horizon en dépassant la myopie des acteurs financiers. La liquidité supplémentaire, associée à l'augmentation du stock d'actifs publics dans l'économie, permet une expansion de la demande privée en détendant la contrainte d'endettement de ces agents, parce que l'augmentation du stock de titres publics élève le collatéral des emprunts privés. Il y a donc *crowding in* de la dépense privée, c'est-à-dire un effet multiplicateur. C'est la réponse pertinente pour éviter de jeter les pays les uns contre les autres en cherchant à exporter la sous-activité, comme cela s'est produit dans la zone euro.

Au-delà de la réponse pertinente lorsque l'économie est tombée dans l'équilibre de basse pression, la bonne démarche est de prendre le cycle financier au sérieux pour chercher à le réguler de manière à modérer la logique financière du *momentum*. Cela implique un changement profond de la doctrine monétaire pour abandonner le monétarisme.

En dépit de la récurrence des crises et des évidences accumulées sur l'existence du cycle financier, cette démarche rencontre des résistances furieuses. En effet, elle rejette un dogme, celui de l'équilibre fondamental unique et guidé par l'efficacité de la finance. Cette notion est elle-même englobée dans une idéologie plus générale : le fondamentalisme du marché. Certes, depuis la grande crise financière, certaines croyances ont dû reculer sous la pression des faits, sinon dans les tours d'ivoire académiques, du moins chez les responsables de la politique monétaire et de la régulation prudentielle. Ce sont les postulats de la neutralité de la monnaie et de l'efficacité de la finance. Les banques centrales ont repris le pouvoir monétaire. Elles ont aussi repris en main la régulation prudentielle dans la perspective de la stabilité financière

qu'elles n'auraient jamais dû abandonner. Elles ont une multiplicité d'objectifs qui ont des incidences politiques. Elles ne peuvent s'affranchir d'un dialogue avec les autres instances de la puissance publique.

Pour garantir la légitimité de la monnaie, la banque centrale doit paraître extérieure aux intérêts partisans dans sa mission de préserver l'intégrité de l'unité de compte. Elle doit être dotée d'un mandat qui garantit son indépendance dans l'exécution de sa mission, soit une indépendance de moyens. Mais cette mission ne saurait être détachée de l'ensemble des politiques que les citoyens confient à leurs représentants pour œuvrer au bien-être social.

BIBLIOGRAPHIE

- BORIO C. (2014), « The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, août, pp. 182-198.
- CARNEY M. (2015), « Breaking the Tragedy of the Horizon. Climate Change and Financial Stability », Speech at Lloyds of London, 29 septembre.
- DREHMANN M., BORIO C. et TSATSARONIS K. (2012), « Characterizing the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term », *BIS Economic Papers*, n° 380, juin.
- EGGERTSSON G. et KRUGMAN P. (2012), « Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: a Fisher-Minsky-Koo Approach », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n° 3, pp. 1469-1513.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2015), *Assessment methodologies for Identifying Non-Bank, Non-Insurers, Global Systematically Important Financial Institutions*, mars.
- HALDANE A. (2014), « Managing Global Finance as a System », Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Birmingham University, 29 octobre.
- KOO R. (2003), *Balance Sheet Recession. Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley and Sons.
- MINSKY H. P. (1982), « The Financial Instability Hypothesis, Capitalist Processes and the Behavior of the Economy », in Kindleberger C. P. et Laffargue J.-P. (éd.), *Financial Crises, Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.
- REY H. (2013), « Dilemma Not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », Jackson Hole Symposium, août.
- RODRIK D. et SUBRAMANIAN A. (2009), « Why Did Financial Globalization Disappoint? », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, printemps.

