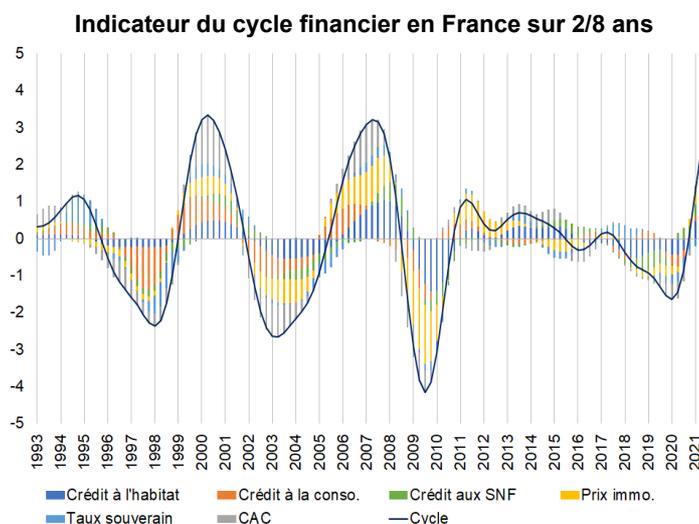


## Un indicateur du cycle financier en France depuis le début des années 2000

Riccardo RUSSO

- La crise financière de 2008-2009 a renforcé l'intérêt accordé à la stabilité financière, mettant en lumière le besoin de nouveaux outils – notamment la politique macroprudentielle – mais aussi de nouveaux indicateurs, afin de mieux comprendre l'évolution des risques financiers.
- Les autorités économiques (banques centrales, Trésors nationaux, autorités de marché, etc.) et le monde académique ont identifié le cycle financier comme un baromètre important de ces vulnérabilités. Un indicateur de la position dans ce cycle peut permettre de caractériser différentes phases marquant divers niveaux de risques, selon l'évolution des facteurs qui l'expliquent. Pour autant, différentes techniques peuvent être retenues pour le modéliser.
- La construction de deux indicateurs du cycle financier en France par la DG Trésor, l'un portant sur les cycles courts (2 à 8 ans) et l'autre sur les cycles plus longs (8 à 25 ans), permet d'analyser l'accumulation ou la réduction des risques financiers à différentes échelles de temps. Elle permet également de comprendre les différents facteurs du cycle financier (crédit aux entreprises et aux ménages, cours des actions, taux obligataires), ainsi que leur orientation.
- À titre d'exemple, l'indicateur du cycle financier français sur 2/8 ans avait atteint un point haut entre fin 2007 et début 2008, tiré par le crédit à l'habitat, le prix de l'immobilier résidentiel et le marché des actions (*cf.* Graphique). Leur retournement puis leur chute accélérée en territoire négatif coïncident avec l'éclatement de la crise financière des *subprimes* aux États-Unis, qui s'est ensuite propagée en Europe. Après un point bas fin 2009 et un net rebond jusqu'en 2011, on observe une période atone qui comprend la crise de la dette souveraine en 2011-2012. À partir de 2021, l'indicateur de cycle court connaît un rebond marqué, porté par le crédit à l'habitat et le prix de l'immobilier.



Source : Données Banque de France, Calcul DG Trésor.

Note : Chacun des sous-indicateurs contribue à la formation de l'indicateur agrégé du cycle financier.

# 1. L'analyse du cycle financier et ses applications<sup>1</sup>

## 1.1 Définition du cycle financier

Même si une définition universellement acceptée du « cycle financier » n'existe pas, ce terme est généralement utilisé pour définir les co-mouvements cycliques de variables qui mesurent les conditions financières générales. Selon Kindleberger (2006)<sup>2</sup>, ces co-mouvements au long d'un cycle se décomposent en 5 phases :

- (i) Essor : Après une récession, le rebond économique favorise l'octroi de crédit. Les prix de certains actifs augmentent.
- (ii) Euphorie : L'augmentation des prix des actifs favorise encore plus l'octroi de crédit dans une dynamique autoréalisatrice.
- (iii) Paroxysme et retournement : Un choc, soit endogène soit exogène (hausse des taux d'intérêt, crises internationales, catastrophe naturelle, etc.), met fin à cette dynamique.
- (iv) Reflux et pessimisme : Les prix baissent brutalement, les conditions d'octroi du crédit se durcissent en raison de la perte de valeur des garanties.
- (v) Déflation par la dette : La valeur réelle de la dette augmente<sup>3</sup>. Les agents surendettés essaient de vendre leurs actifs au rabais ou peuvent faire faillite (le « moment Minsky<sup>4</sup> »). Les ventes en catastrophe provoquent des paniques qui peuvent mener à l'illiquidité des marchés en raison de la méfiance entre agents économiques. La croissance s'arrête.

En ligne avec cette décomposition, et parmi les caractéristiques communes à presque tous les indicateurs de cycle financier dans la littérature, une synchronisation élevée est observée entre le cycle de crédit et celui du prix de l'immobilier<sup>5</sup>. D'autres

variables comme des indicateurs du prix des actions ou du marché obligataire ne montrent pas nécessairement un niveau de synchronisation aussi important par rapport au cycle de crédit et aux prix de l'immobilier<sup>6</sup>. Néanmoins, ces relations diffèrent selon la fréquence du cycle analysé<sup>7</sup> et les régions géographiques considérées<sup>8</sup>. Aikman *et al.* (2015), Drehmann *et al.* (2012) et Borio (2012)<sup>9</sup> trouvent également une forte corrélation entre les pics de leurs indicateurs respectifs de cycle et crises bancaires systémiques.

## 1.2 La centralité du cycle financier après la crise financière du 2008

Depuis les années 1980 et jusqu'à la crise financière du 2008, le cadre institutionnel dit de la « Grande Modération » (cf. Encadré 1) liait la stabilité financière à la stabilité des prix. Ce cadre institutionnel se fondait sur des décisions prévisibles de la part de banques centrales indépendantes et sur une supervision (micro)prudentielle focalisée sur le risque individuel des institutions financières. En Europe comme dans le reste des pays développés, la gravité de la crise a mis fin à cette période de stabilité et a entraîné des changements institutionnels et réglementaires importants<sup>10</sup>.

La crise financière de 2007-2009 a mis en exergue les interconnexions du système financier global et les fragilités systémiques qu'elles peuvent entraîner. L'équilibre des politiques macroéconomiques a dû être repensé, avec une importance accrue accordée à la stabilité financière et à la politique prudentielle, en particulier macroprudentielle, qui en est devenue un garant important (Baker (2013) ; Dell'Ariccia *et al.* (2015) ; Calvo *et al.* (2018)).

(1) Ce travail a été réalisé au sein du [Lab Trésor](#).

(2) Kindleberger C. (2006), « Histoire mondiale de la spéculation financière », *Valor Editions Paris*.

(3) Fisher I. (1988), « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933) », *Revue Française d'Économie*, 3(3), 159-182.

(4) Minsky H. P. (1986), "Stabilising an unstable economy", *Yale University Press*.

(5) Aikman D., Haldane A., Nelson B. (2015), "Curbing the credit cycle", *The Economic Journal*, 125(585), 1072-1109 ; Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E. (2011a), "Financial cycles: What? How? When?", *IMF Working Paper* no. WP/11/76 ; Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E. (2011b), "How do business and financial cycles interact?", *IMF Working Paper* no. WP/11/88.

(6) Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. (2012), "Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Paper* no. 380.

(7) Schuler Y. S., Hiebert P. P., Peltonen T. A. (2015), "Characterising the financial cycle: A multivariate and time-varying approach", *ECB Working Paper* no. 1846.

(8) Stremmel H. (2015), "Capturing the financial cycle in Europe", *ECB Working Paper* no. 1811.

(9) Borio C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Paper* no. 395.

(10) Baker A. (2013), "New political economy of the macroprudential ideational shift", *New Political Economy*, 18(1), 112-139 ; Dell'Ariccia G., Habermeier K., Haksar V., Mancini-Griffoli T. (2015), "Monetary policy and financial stability", *IMF Policy Paper*, Août ; Calvo D., Cristiano J. C., Hohl S., Gutiérrez O. P. (2018), "Financial supervisory architecture: What has changed after the crisis?", *BIS Working Paper* no. 8.

## Encadré 1 : La Grande Modération

La Grande Modération est un phénomène qui a concerné les pays développés à partir du milieu des années 1980 et jusqu'à la crise financière de 2008<sup>a</sup>. Cette période a été caractérisée par des fluctuations du cycle économique et du taux d'inflation plus faibles que durant la décennie précédente, où les crises pétrolières avaient représenté un fort facteur déstabilisant. Trois facteurs institutionnels ou structurels semblent avoir contribué à cette stabilité :

- (i) L'indépendance accrue des banques centrales, qui en a renforcé la crédibilité en clarifiant les objectifs et en réduisant les effets éventuels de l'influence politique.
- (ii) Une sensibilité plus faible aux chocs domestiques suite à la mondialisation, et une augmentation de la contribution à la croissance du secteur des services par rapport à celle du secteur manufacturier, caractérisé par une volatilité cyclique plus importante.
- (iii) Le progrès technologique, qui a permis aux banques centrales de bénéficier de données fiables et pertinentes pour la conduite d'une politique monétaire efficace.

Cependant, une partie importante de la littérature considère ce phénomène comme fortuit (surtout pour ce qui concerne la stabilité du PIB plutôt que de l'inflation – la *good luck hypothesis*). En tout état de cause, la crise financière de 2007-2009, puis la crise du Covid et la guerre en Ukraine, ont mis fin à cette période de faible volatilité<sup>b</sup>.

a. Stock J. H., Watson M. W. (2002), "Has the business cycle changed and why?", *NBER Macroeconomics Annual 2002*.

b. BlackRock (2022), "Back to a volatile future", *Mid-year outlook* ; Schnabel I. (2022), "Monetary policy and the Great Volatility", *Discours à Jackson Hole*, 27 Août.

Ce contexte a créé deux enjeux nouveaux : (i) l'attribution à une institution de la politique macroprudentielle, et (ii) l'objectif spécifique assigné à cette institution pour traduire le mandat de stabilité financière. Sur ce premier point, le débat n'est pas conclusif dans la littérature académique et, en pratique, la politique macroprudentielle est aujourd'hui mise en œuvre selon un cadre institutionnel propre à chaque pays, qui établit souvent des interactions entre le gouvernement et la banque centrale, dont les actions affectent les conditions financières selon des objectifs (monétaires et de stabilité financière) qui peuvent induire des tensions<sup>11</sup>.

L'objectif de stabilité financière se traduit notamment par la recherche d'une résilience de l'offre de financement tout au long du cycle (cet objectif a également une dimension structurelle). Pour limiter la probabilité et, le cas échéant, amortir le coût d'une éventuelle crise financière, la politique macroprudentielle mobilise différents outils selon la position de l'économie dans le cycle, avec, en principe, une constitution de réserves de protection (les « coussins contracycliques » ou CCyB<sup>12</sup>) suivi d'un relâchement éventuel de ces mesures durant la phase de contraction afin d'éviter un risque de *credit crunch* (contraction de l'offre de crédit du système bancaire à l'économie réelle).

### 1.3 Les interactions entre politique monétaire et politique macroprudentielle

En conséquence des temporalités différentes des cycles financiers et économiques, les politiques monétaire et macroprudentielle ne sont pas nécessairement orientées dans le même sens. Pourtant il existe des synergies entre les deux, tant d'un point de vue de la complémentarité des objectifs (respectivement, stabilité des prix et stabilité financière), que d'un point de vue opérationnel (collecte et analyse des mêmes données, *know-how* commun etc.). La stabilité financière est un prérequis pour garantir la stabilité des prix et la bonne transmission de la politique monétaire. À l'inverse, une inflation maîtrisée est facteur de stabilité financière. Cependant, le fait que l'inflation et le cycle financier ne soient pas toujours synchronisés peut impliquer qu'il soit parfois nécessaire de trouver un ajustement des politiques monétaires et macroprudentielles qui tiennent compte de leurs interactions.

En effet, les décisions de taux d'intérêt par la banque centrale et celles portant sur les coussins bancaires par l'autorité macroprudentielle peuvent parfois être complexes lorsque l'inflation et le cycle financier ne partagent pas la même orientation. Par exemple, dans un contexte où l'inflation est faible tandis que le cycle

(11) Chortareas E. G., Logothetis V., Magkonis G., Zekente K. (2016), "The effect of banking supervision on central bank preferences: Evidence from panel data", *Economics Letters*, 140, 11-13.

(12) Pour *counter-cyclical buffers*.

financier est à la hausse, les taux directeurs devraient être relâchés et les coussins contracycliques relevés. Une telle configuration peut rendre plus compliqué le calibrage de chacun des instruments pour poursuivre simultanément les deux objectifs, alors qu'aucun conflit n'émergerait lorsque les conjonctures des deux variables cibles sont alignées. Le recours aux instruments de politique monétaire non conventionnelle contribue à réduire les tensions qui peuvent parfois survenir entre ces deux politiques. Lorsqu'elle dispose d'une gamme d'outils, la politique monétaire cherche, pour un objectif d'inflation donné, la combinaison qui minimise les effets qu'elle peut avoir sur la stabilité financière.

Par conséquent la capacité, en pratique limitée, du CCyB à lisser le cycle financier peut être encore réduite par la politique monétaire. Cela a amené certains acteurs (par exemple, Sam Woods<sup>13</sup> de la Banque d'Angleterre, dans le contexte d'une proposition de réforme radicale) à proposer une nouvelle doctrine d'utilisation du CCyB, comme outil de résilience en cas de crises plutôt que de lissage du cycle financier. Le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), l'autorité macroprudentielle en France, partage cette conception et considère le coussin de capital contracyclique comme une réserve de protection du crédit et comme un soutien à l'offre de crédit en période de crise<sup>14</sup>. Certains pays européens<sup>15</sup> et autorités européennes prolongent l'analyse et ont instauré ou défendu les avantages d'un coussin neutre positif : le CCyB resterait ainsi au-dessus de 0 la plupart du temps. Il serait relâché uniquement en cas de retournement du cycle financier, dans le seul but de laisser des marges de capital aux banques afin de soutenir l'offre de crédit, en particulier aux ménages et aux petites et moyennes entreprises. La littérature théorique et empirique

souligne en effet que les banques les plus proches de leurs exigences réglementaires, donc celles qui ont le moins de marge de manœuvre en capital, octroient moins de crédit que leurs concurrentes<sup>16</sup> (Buffer usability and cyclicity in the Basel Framework, BCBS, octobre 2022).

D'autre part, une action inefficace des banques centrales peut affecter leur crédibilité. Comme expliqué par Borio (2011)<sup>17</sup> et Borio (2012), des politiques qui n'arriveraient pas à atteindre pleinement leurs objectifs, par exemple à cause du conflit entre différents instruments monétaires et macroprudentiels, accroîtraient encore la pression sur les banques centrales pour qu'elles « renforcent » leurs actions. Si les problèmes à la base de ce manque d'efficacité originel n'étaient pas résolus, le décalage existant entre ce que les banques centrales peuvent faire et ce qui leur serait demandé de faire (*expectations gap*) augmenterait, pouvant mener *in fine* jusqu'à une perte de crédibilité.

L'articulation des cycles financiers et monétaires ne se résume cependant pas à celle des politiques prudentielle et monétaire. Des interactions entre cycle financier et politique monétaire existent aussi au niveau international. En effet les décisions de la Réserve fédérale (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) se transmettent aux autres pays, quel que soit leur régime de taux de change, à travers le cycle financier global<sup>18</sup>. Par exemple, un relèvement des taux directeurs aux États-Unis se traduit par un désendettement des intermédiaires financiers globaux, une hausse de l'aversion au risque, une détérioration des prix des actifs, des *spreads* obligataires des entreprises, et du crédit global, ce qui affecte les cycles financiers nationaux.

## 2. Les indicateurs du cycle financier

### 2.1 Utilité des indicateurs

Un indicateur du cycle financier synthétise les évolutions cycliques de variables financières sous-jacentes. Un niveau positif correspond à une phase expansionniste de ces variables par rapport à leur

tendance, un niveau négatif correspond à une phase de contraction. La définition de ces phases varie en fonction des variables retenues pour construire l'indicateur, de la période maximale/minimale des cycles prise en compte, et de la méthodologie

(13) Woods S. (2022), "Bufferati", *Speech at City Week*.

(14) HCSF, Rapport annuel 2022, chapitre 3, <https://www.economie.gouv.fr/hcsf/rapports-annuels>

(15) Royaume-Uni, Autriche, Pays-Bas, Suède, Irlande, Danemark notamment ; Basel Committee on Banking Supervision (2022).

(16) Couaillier C., Lo Duca M., Reghezza A. Rodriguez d'Acric C. (2022), "Caution : do not cross! Capital buffers and lending in Covid-19 times", *ECB Working Paper* n° 2644, et Banque des Règlements Internationaux (octobre 2022) *Buffer usability and cyclicity in the Basel Framework*, Basel Committee on Banking Supervision Implementation Report.

(17) Borio C. (2011), "Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?", *BIS Working Paper* no. 353.

(18) Miranda-Agrippino S., Rey H. (2021), "The global financial cycle", *NBER Working Paper* no. 29327.

économétrique utilisée pour en extraire les composantes cycliques. Normalement, une première phase d'accélération trop aiguë de l'indicateur implique une accumulation excessive de risques, dont la réalisation peut se traduire ensuite par une phase de contraction plus sévère. Par conséquent, cet outil représente un baromètre essentiel pour les autorités en charge de la stabilité financière.

Comme rappelé par le HCSF dans son rapport annuel 2022, chaque autorité nationale adopte sa propre mesure du cycle financier. L'Allemagne considère ainsi un indicateur qui permet de vérifier si les conditions macroéconomiques et financières courantes s'approchent de celles qui dans le passé ont conduit à des crises. La République Tchèque<sup>19</sup> utilise un système à deux étapes pour déterminer le niveau de CCyB optimal, qui prend en compte soit des variables macroéconomiques comme l'évolution du crédit et de la balance extérieure, soit le risque intrinsèque au système bancaire. Les Pays-Bas<sup>20</sup> utilisent une version adaptée de l'indicateur de stress financier publié par la BCE.

En France, le HCSF est en charge de prévenir le risque systémique. Comme précisé dans son rapport annuel 2022<sup>21</sup>, un indicateur du cycle financier est utilisé par le HCSF dans son cadre analytique de prise des décisions sur le taux du coussin contracyclique. En l'espèce, le HCSF se base sur un indicateur trimestriel qui prend en compte les dynamiques de crédit et de valorisations sur les marchés financiers et immobiliers, ainsi que des prévisions de la Banque de France pour les variables sous-jacentes, pour l'aider à déterminer le moment où ajuster le taux du coussin.

## 2.2 Construction d'un indicateur de cycle financier pour la France

Dans un cadre plus large d'enrichissement du diagnostic, la DG Trésor a dans le même esprit élaboré des indicateurs qui décrivent les évolutions du cycle financier pour la France (cf. Encadré 2). En fonction des variables considérées et de leurs dynamiques, ils permettent de caractériser des cycles de court (< 8 ans) et moyen terme (> 8 ans)<sup>22</sup>.

### Encadré 2 : Estimation économétrique du cycle financier

Après avoir déterminé les variables d'intérêt sur la base de la littérature académique, le processus adopté pour l'estimation des cycles (soit de court soit de moyen horizon – voir Graphique 3) requiert trois étapes :

1. **Filtrage** : La composante cyclique est extraite de chaque série de données. Différents filtres pourraient être utilisés, et leur efficacité peut être déterminée en analysant les périodogrammes<sup>a</sup> correspondants. Cette analyse nous amène à choisir un filtre *band pass* Christiano et Fitzgerald<sup>b</sup>, appliqué aux intervalles 2-8 et 8-25 ans. Ce filtre est le plus utilisé dans la littérature (Borio (2012) ; Merler (2015)), et son efficacité par rapport aux filtres d'Hodrick-Prescott (HP) ou de Baxter-King (BK) a été confirmée à plusieurs reprises<sup>c</sup>. Afin d'éviter des distorsions liées au filtrage, les derniers deux trimestres d'observations ne sont pas pris en compte.
2. **Standardisation** : Les séries filtrées sont ensuite standardisées afin d'éviter que l'étape suivante assigne des poids qui dépendent des unités de mesure initiales des variables. Les nouvelles séries ont alors une moyenne de 0 et évoluent approximativement dans le même intervalle.
3. **Analyse en composantes principales (ACP)** : Une ACP permet de construire un indicateur unique (l'indicateur de cycle financier) à partir des variables sous-jacentes<sup>d</sup>, ainsi que la contribution de chacune d'elles. L'efficacité

a. Les périodogrammes sont des outils fondés sur l'analyse spectrale, qui permettent d'analyser l'efficacité d'un filtre à extraire la composante cyclique d'une série dans une fenêtre temporelle donnée.

b. Ce filtre (comme tous les filtres *band pass*) détecte des cycles qui se développent sur une fenêtre temporelle donnée (dans cette étude, 2/8 ans pour l'indicateur de cycle court et 8/25 ans pour l'indicateur de cycle moyen), alors que l'autre filtre le plus connu, le filtre Hodrick-Prescott, cherche uniquement à minimiser les composantes à haute fréquence.

c. Christiano L. J., Fitzgerald T. J. (2003), "The band pass filter", *International Economic Review*, 44, 435-465 ; Aikman *et al.* (2015), *op. cit.*

d. Pour rappel : niveau d'endettement des SNF et des ménages, du prix de l'immobilier, du taux souverain à 10 ans et du cours des actions pour le cycle court ; endettement des SNF et des ménages et le prix de l'immobilier pour le cycle moyen.

(19) [The CNB's approach to setting the countercyclical capital buffer](#), Financial Stability Department, 2022.

(20) [Analytical framework for setting the Countercyclical Capital Buffer in the Netherlands](#), De Nederlandsche Bank, February 2022.

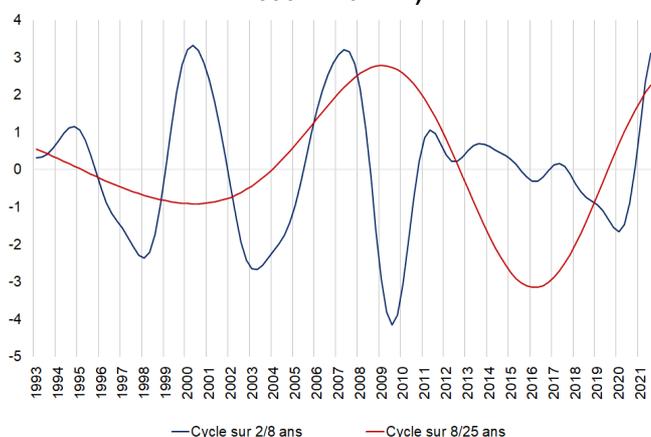
(21) Voir [economie.gouv.fr/hcsf/publications](http://economie.gouv.fr/hcsf/publications)

(22) Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. (2012), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Paper*.

de cet indicateur pour décrire les similarités cycliques des variable sous-jacentes est vérifiée par une *KMO statistics*<sup>e</sup> supérieure à 0.6.

Les valeurs de l'indicateur de cycle financier, ainsi que les poids des déterminants de cet indicateur, varient en fonction de la durée du cycle financier considéré (court terme < 8 ans, ou moyen terme > 8 ans), même lorsque ces indicateurs sont estimés à partir de variables communes (voir section 2.2). Cela est dû au filtrage : la tendance et les écarts à cette dernière, qui dérivent du filtrage et servent à construire les indicateurs du cycle, diffèrent selon la durée retenue. Par exemple, durant la période 2000-2001, l'indicateur du cycle moyen est négatif alors que l'indicateur du cycle court est positif. Ces résultats ne sont pas contradictoires : l'écart à la tendance est positif si on considère un horizon temporel de 2-8 ans, et négatif si on en considère un de 8-25 ans. Dans ce deuxième cas, l'indicateur reflète donc des variations de moyen terme (surtout de l'immobilier résidentiel) qui ne prennent pas en compte les composantes à plus haute fréquence, qui sont capturées par le cycle court. Le cycle court incorpore en effet plusieurs autres variables, relatives notamment aux taux souverains et aux marchés financiers.

**Graphique 1 : Indicateurs des cycles financiers, France 1993T2-2021T4)**



Source : Données Banque de France, Calcul DG Trésor.

Lecture : Un niveau positif correspond à une phase expansionniste de ces variables par rapport à leur tendance, un niveau négatif correspond à une phase de contraction.

e. Le test de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) mesure l'adéquation de l'échantillonnage pour chaque variable du modèle.

Conformément à l'approche de Schuler (2015), les variables choisies pour construire l'indicateur du cycle court comprennent des indicateurs du niveau d'endettement des sociétés non-financières (SNF) et des ménages (crédit à l'habitat et crédit à la consommation), du prix de l'immobilier, du taux souverain à 10 ans et du cours des actions. Les variables utilisées pour caractériser le cycle moyen sont l'endettement des SNF et des ménages et le prix de l'immobilier (Borio (2012) ; Merler (2015)<sup>23</sup>). Grâce à

des tests post-estimation positifs (voir Encadré 2) et une certaine cohérence factuelle, il est possible de considérer ces estimations comme des indicateurs fiables du cycle financier. La dernière observation disponible a normalement un délai de deux trimestres. Sur la base de ces estimations du cycle financier, il est possible d'observer différentes séquences d'accélération et de retournement, tant du cycle de court que de moyen terme.

### 3. Interprétation de l'indicateur du cycle financier en France

#### 3.1 La naissance de l'Euro et la bulle internet : le retournement d'un cycle court

Dans une perspective de cycle de moyen terme, la décennie 1990 a été caractérisée en France par une phase de correction à la baisse des prix de l'immobilier et du crédit à l'habitat, qui avaient précédemment augmenté dans les pays OCDE suite à la dérèglementation des années 1980<sup>24</sup>. Ces dynamiques sont observables via l'indicateur de cycle moyen (Graphique 2, gauche).

De manière concomitante, cette période de faible dynamisme du cycle financier de moyen terme est toutefois caractérisée par la croissance et le retournement d'un cycle court, lié à la « bulle internet » des années 2000-2002, comme l'indique l'indicateur de cycle court (Graphique 2, droite) : au début des années 2000, l'euphorie pour les entreprises du secteur technologique et des télécommunications se traduit par une hausse importante du prix de leurs actions aux États-Unis. Ce phénomène se transmet en Europe, y compris en France, où le CAC40 atteint des niveaux

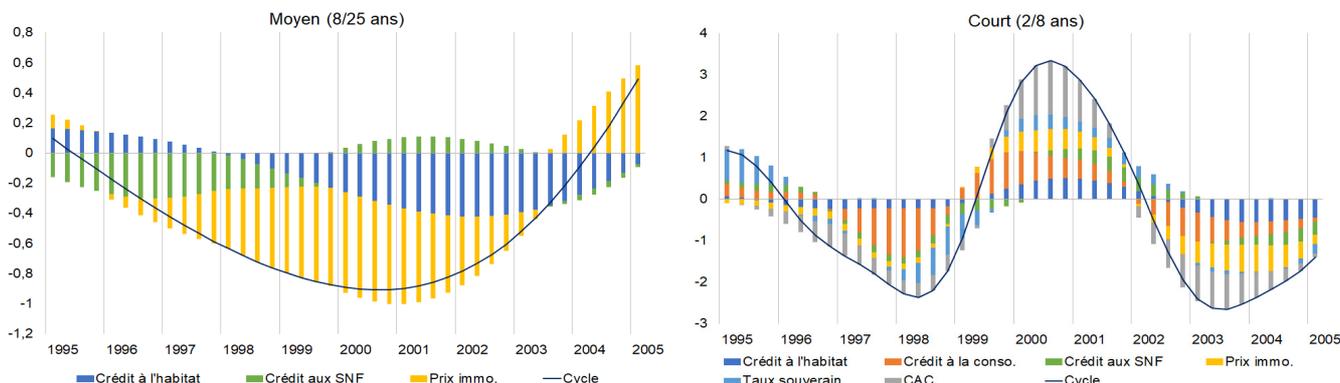
(23) Merler S. (2015), "Squaring the cycle: Financial cycles, capital flows and macroprudential policy in the Euro Area", *Bruegel Working Paper* no. 2015/14.

(24) Grjebine T. (2014), « Globalisation des cycles immobiliers et déséquilibres financiers », *Éditions La Découverte*.

record pour l'époque. À partir de 2001, la tendance s'inverse : le CAC perd 21,9 % en 2001 et 33,75 % en 2002. En France, c'est le marché des actions qui fournit

la contribution principale au cycle court tant en phase croissante en 2000 qu'en phase décroissante entre 2001 et 2002.

**Graphique 2 : Zoom sur la période 1995T1-2005T1**



Source : Données Banque de France, Calcul DG Trésor.

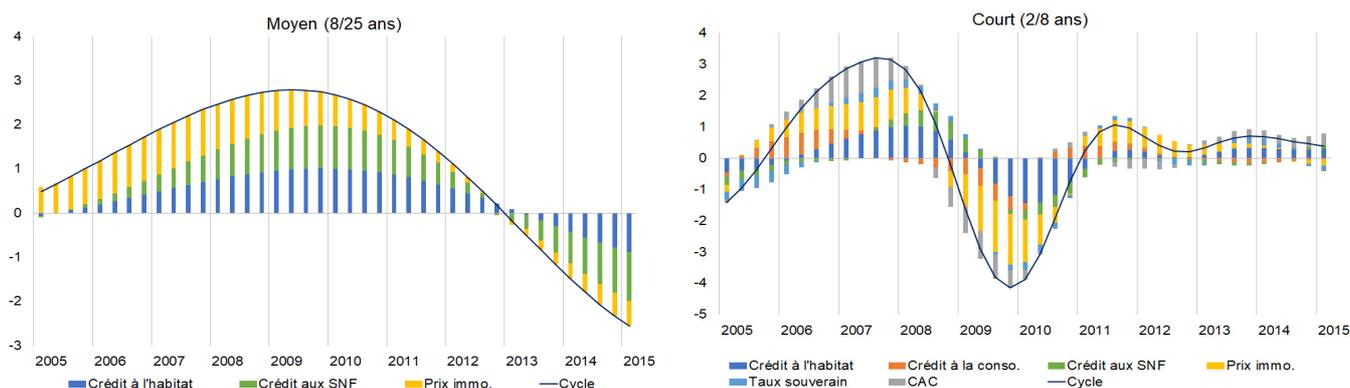
Note : Chacun des sous-indicateurs contribue à la formation de l'indicateur agrégé du cycle financier.

### 3.2 La crise financière puis celle de la zone euro : retournements concomitants d'un cycle court et d'un cycle de moyen terme

En réponse aux pressions désinflationnistes mondiales, la Fed et la BCE ont fortement baissé leurs taux directeurs après la crise de 2001. En conséquence, à partir de 2002 (voir Graphique 2, gauche), les prix de l'immobilier et le crédit à l'habitat en France ont accéléré (Graphique 3, gauche), pour

dépasser leur tendance de moyen terme en 2004 et poursuivre ensuite leur trajectoire ascendante. À ce moment, face à la hausse de l'inflation aux États-Unis, la Fed a entamé une série de relèvements rapides de ses taux directeurs, contribuant parmi d'autres facteurs à l'éclatement de la bulle immobilière liée aux *subprimes*. La crise financière qui a suivi s'est étendue à l'Europe<sup>25</sup>, où la dette souveraine élevée de certains pays a représenté un facteur aggravant aboutissant à la crise de la zone euro.

**Graphique 3 : Zoom sur la période 2005T1-2015T1**



Source : Données Banque de France, Calcul DG Trésor.

Note : Chacun des sous-indicateurs contribue à la formation de l'indicateur agrégé du cycle financier.

La dynamique est encore plus sensible s'agissant du cycle financier de court terme (Graphique 3, droite). L'indicateur capture les mêmes événements que l'indicateur du cycle de moyen terme (rebond post-2001, éclatement de la bulle immobilière aux États-

Unis en 2007, crise de la dette souveraine de la zone euro), mais, en adoptant un horizon temporel plus court, il permet d'identifier plus précisément les évolutions financières. Entre 2005 et 2007, il enregistre la contribution importante du marché actions, du

(25) Les économies européennes ont également subi un choc économique avec la conjugaison d'une hausse des prix de l'énergie et d'une forte baisse du commerce international. Dans le cas de la France, la contribution de la composante financière de la crise est restée limitée, le choc économique ayant joué un rôle central (Cabannes *et al.* (2013)).

marché de l'immobilier et du crédit à l'habitat à la phase haussière du cycle, ainsi qu'à celle de la baisse en 2008-2009 après l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis (en lien avec les dynamiques du cycle financier global proposées par Miranda-Agrippino et Rey (2021)). L'effet de la crise de la dette souveraine, moins marqué par rapport à la crise financière globale, est également mis en évidence en 2011-2012 avec une baisse de l'indicateur du cycle court, qui reste cependant en territoire positif.

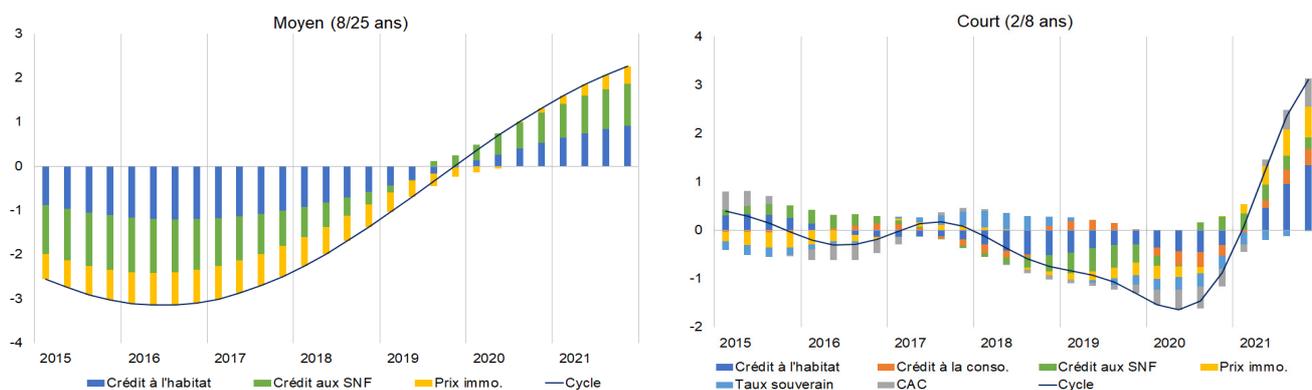
### 3.3 La crise du covid-19 : un effet limité sur la dynamique du cycle moyen mais un rebond important à court terme

L'éclatement de la crise sanitaire en 2020 a été trop soudain pour qu'il puisse affecter les dynamiques à moyen terme du cycle financier (Graphique 4, gauche).

Il s'est plutôt inséré dans une trajectoire de redressement du cycle de moyen terme (passé hors du territoire négatif en 2019), sans l'affecter au point de l'inverser. De plus, la réponse rapide des autorités monétaires et budgétaires, en France comme dans le reste d'Europe, en soutien du crédit aux entreprises et aux ménages, a permis de limiter les effets potentiels d'un *credit crunch*.

La sensibilité de l'indicateur de cycle de court terme à des chocs exogènes permet toutefois de refléter plus clairement les effets de la crise sanitaire de 2020 ainsi que le rebond soutenu par les interventions des autorités publiques (Graphique 4, droite). La baisse a impliqué toutes les variables considérées de manière comparable, mais le rebond commencé à partir du dernier trimestre 2020 a été surtout tiré par la hausse du prix de l'immobilier et du crédit à l'habitat.

Graphique 4 : Zoom sur la période 2015T1-2021T4



Source : Données Banque de France, Calcul DG Trésor.

Note : Chacun des sous-indicateurs contribue à la formation de l'indicateur agrégé du cycle financier.

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie,  
des Finances  
et de la Souveraineté  
industrielle et numérique  
Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

#### Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

#### Novembre 2022

N° 316 Un ralentissement structurel de l'activité dans les grands pays émergents

Xavier Coeln

#### Octobre 2022

N° 315 Croissance et décarbonation de l'économie

Pierre-Louis Girard, Claire Le Gall, William Meignan, Philippe Wen

N° 314 Le soutien financier du FMI à l'épreuve des crises

Léo Besson, Hugo Landot

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : [bit.ly/Trésor-Eco](https://bit.ly/Trésor-Eco)

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.*