AFC

ASSOCIATION FRANÇAISE
DE CLIMÉTRIE

WORKING PAPERS

Nr. 9, 2011

Jadis et Naguère, la vision des crises
financières dans l'histoire selon
Reinhart et Rogoff

Antoine PARENT

Antoine Parent¹

Introduction

L'ouvrage de Reinhart et Rogoff [2009] ainsi que la série d'articles qui l'accompagnent (voir bibliographie) constituent une somme incomparable et incontournable aujourd'hui, la référence en matière d'histoire des crises financières. On peut gager que cet ouvrage laissera une trace dans la littérature à la mesure des grands textes qui l'ont précédé sur le même sujet, comme par exemple celui de Kindleberger [1989], *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*.

Les auteurs proposent une vue d'ensemble des crises financières mondiales à partir d'une base de données historiques inédite récapitulant des données de dette internationale et domestique, publique et privée, des données relatives aux crises bancaires, à l'inflation, aux taux de change. Cet ouvrage embrasse 8 siècles et couvre 66 pays qui représentent 90% du PIB mondial ; il vaut d'abord par cet effort monumental de reconstitution et d'harmonisation des bases de données existantes dans le monde. Néanmoins cet ouvrage est avant tout, et serait-on tenté de dire, résolument et exclusivement empirique : le lecteur, à la recherche d'une « nouvelle » théorie des crises financières en sera pour ses frais. Il ne pourra alors se départir d'un certain scepticisme sur la portée d'une telle masse d'informations, non assortie d'un cadre analytique rigoureux. Les auteurs suggèrent des corrélations entre variables, mais corrélation n'est pas causalité. Leur contribution majeure réside dans l'identification d'effets de seuil à partir de ratios dette/PIB, mais en aucun cas ces effets de seuils ne sont déduits de façon endogène d'un modèle de crise économique ou même d'un quelconque modèle économique. Le danger résiderait alors dans l'exploitation de ces seuils comme guide décisionnel de politique économique.

---

¹ Université Nancy 2, BETA CNRS UMR 7522 et Association Française de Cliométrie (AFC).

Je remercie les participants au colloque BETA – Banque de France ainsi que les deux rapporteurs anonymes de la *Revue économique* pour leurs remarques et suggestions constructives.

Faits saillants de cette vue d'ensemble

Contrairement à ce que suggère le titre de leur ouvrage, la leçon principale de celui-ci est que « This Time is NOT different » : Chaque période de crise recèle de particularités mais chacune partage des similitudes avec les épisodes passés. Selon les auteurs, le syndrome « This time is different » est une image trompeuse, une croyance fausse : les périodes d'euphorie qui se « terminent en larmes » sont une constante à travers les siècles et les auteurs renvoient eux-mêmes à l'intitulé de l'un des chapitres de l'ouvrage de Kindleberger [1989] : « Financial crisis : a hardy perennial ».

Dans leur recherche des similitudes à travers l'Histoire, Reinhart et Rogoff analysent les défauts en série comme un rite de passage des pays qui d'émergents deviennent avancés. Ceci se vérifie pour l'Amérique latine, l'Asie, le Moyen-Orient, l'Europe, les Etats-Unis, dans la foulée de la guerre civile. Les crises émanent généralement des grands centres financiers mondiaux avec une transmission internationale via des chocs de taux et un effondrement des prix des actifs financiers et des marchandises. Les pays ont tendance à faire défaut de façon groupée. Les crises bancaires sont souvent précédées de vagues croissantes de libéralisation des mouvements de capitaux. Pour finir, une inflation élevée, des crises de change, des dépréciations monétaires accompagnent les défauts de crédit.

Utilisant l'indicateur du pourcentage des pays en défaut ou restructurant leur dette dans le monde, les auteurs identifient cinq cycles prononcés de défauts sur la période 1800-2006² : Le premier correspond aux guerres napoléoniennes. Le second couvre des années 1820 aux années 1840 (à cette époque la moitié des pays au monde sont en défaut, dont tous les pays d'Amérique latine). Le troisième épisode démarre au début des années 1870 et dure deux décennies. Le quatrième épisode commence avec la grande dépression des années 1930 et s'étend jusqu'au début des années 1950. Le cinquième épisode correspond aux crises de la dette des pays émergents asiatiques et d'Amérique latine des années 1980 et 1990. Ce tableau pourrait s'intituler : « après le calme, vient la tempête ». En effet, selon les auteurs, chaque période d'accalmie est invariablement suivie d'une nouvelle vague de défauts.

---

² Comme relevé par un des rapporteurs, à trop vouloir rechercher la part d'invariance dans les crises à travers un indicateur très synthétique, le risque est grand d'amalgamer les crises qui, dans le monde depuis la première guerre mondiale, sont nées dans les finances publiques et les autres qui sont nées dans la sphère financière privée.

Dès que les pays en défaut sont pondérés par leur part du revenu mondial (sur la période 1800-2006), le tableau est totalement différent : Aucun épisode de défaut, excepté l'actuel, n'atteint la conflagration des années 1930-1950 qui marque le pic le plus élevé de défaut de l'histoire moderne. Cette période conjugue la grande crise et les soubresauts de la deuxième guerre mondiale.

Utilisant l'indicateur d'Obstfeld – Taylor [2003], Reinhart et Rogoff mettent graphiquement en évidence le lien positif entre mobilité du capital et survenue des crises bancaires (pour tous les pays sur la période 1800 – 2007). Ils observent que les pays ayant connu de massives entrées de capitaux encourent un risque plus élevé de crise de la dette. Il s'agirait là d'un fait historique qui ne serait pas propre aux seules années 1990. Les périodes de forte mobilité internationale du capital produisent, selon eux, de façon répétée des crises bancaires internationales. De cette façon, ils prennent position dans le débat concernant l'impact de la globalisation financière sur les crises et dressent des conclusions opposées à celles de Bordo, Eichengreen et al. [2001] qui minorent l'incidence de la mobilité du capital dans le déclenchement des crises financières, à la lumière de l'expérience de l'Étalon or.

Considérant la seule dette publique domestique (sur la période 1800 – 2006 et pour un échantillon de 66 pays), Reinhart et Rogoff [2009] trouvent que sa part dans la dette totale avoisine les 50% et que les défauts sur cette dette domestique sont associés à des contractions du PIB de même amplitude que celles occasionnées par des défauts sur la dette extérieure. Le remboursement de la dette domestique et de la dette extérieure provenant de la même source de revenu, l'analyse de la soutenabilité de la dette d'un pays et de sa probabilité de défauts dépend donc du niveau global de la dette.

Néanmoins et curieusement, les auteurs analysent le lien entre défauts et inflation (sur la période 1900 – 2006), essentiellement à la lumière des épisodes de défaut sur la dette extérieure. Ceci est surprenant car en effet, seuls les pays qui ne souffrent pas du « péché originel » (qui peuvent encore emprunter dans leur propre monnaie) peuvent tirer partie des gains du seigniorage de l'inflation pour réduire le montant de leur dette, alors que les autres, frappés du « péché originel », contraints d'emprunter en devises ne font qu'alourdir leur dette avec l'inflation. En dépit de cela, les auteurs observent une corrélation qu'ils jugent frappante entre la part des pays en défaut sur leur dette extérieure à un moment donné et le nombre de pays connaissant une inflation élevée (définie ici comme une inflation annuelle supérieure à

20%). Ils concluent que depuis la deuxième guerre mondiale, inflation et défaut sur la dette extérieure sont allés de pair, une conclusion étayée par le calcul d'un simple coefficient de corrélation entre ces deux variables sur la période. Il faut insister sur le fait que la question du sens de causalité entre inflation et dette n'est pas abordée par les auteurs et que les graphiques présentés ne permettent aucune réponse tranchée : en effet, si durant le pic de défauts de la période 1930-1950, les défauts précèdent l'inflation, sur la période 1980-1990 en revanche, l'inflation précède les défauts. Cette conclusion des auteurs mérite donc d'être considérée avec prudence.

Un autre élément méritant d'être noté concerne la durée des épisodes de défaut dans le temps. La durée médiane des épisodes de défauts après la seconde guerre mondiale est réduite de moitié par rapport à ce qu'elle était au cours de la période 1800 – 1945, trois ans au lieu de six (une conclusion qui va dans le même sens que celle de Bordo, Eichengreen et al. [1998]).

Utilisant d'autres types d'indicateurs comme les années passées en défaut depuis 1800, les auteurs établissent une liste des « pays suspects » où l'on retrouve (sans surprise) l'Espagne, le Portugal, l'Argentine, le Brésil et la Grèce (qui a passé la moitié de son temps en défaut depuis 1800 !).

La tentative délicate d'inférer de ces résultats l'existence de relations systématiques entre dette, croissance et inflation

Reinhart et Rogoff [2009] cherchent à mettre en évidence l'existence d'une relation systématique entre niveau de la dette, croissance et inflation. Dans ce qui restera probablement comme l'un de leurs plus fameux graphiques, les auteurs illustrent que :

- La relation entre dette publique et PIB réel est faible pour des ratios de la dette/PIB en deçà de 90%. Au dessus, la croissance moyenne chute considérablement.
- Les marchés émergents se heurtent à un deuxième effet de seuil qui concerne leur dette extérieure. Quand la dette extérieure en pourcentage du PIB atteint 60%, la croissance annuelle diminue de 2% ; pour des niveaux plus élevés, la croissance est diminuée de moitié.

- Il n'y a pas de lien instantané apparent entre inflation et niveau de la dette publique pour les pays avancés en tant que groupe. En revanche, pour les marchés émergents, l'inflation augmente brutalement avec le niveau de la dette.

Quelles leçons peuvent être tirées en matière de recommandation de politique monétaire et budgétaire ? Les auteurs identifient un effet qu'ils appellent « intolérance à la dette » au seuil de 90% pour la dette publique des pays avancés comme émergents (les pays émergents étant frappés d'un double seuil avec un ratio de 60% pour leur dette extérieure). Quel scénario d'inflation peut-on en déduire pour demain ? L'inflation viendra-t-elle résorber la montagne de dettes accumulée depuis le début de la crise ? La réponse des auteurs est forcément nuancée : historiquement, une inflation élevée est associée à de hauts niveaux de dette, mais aussi à de faibles niveaux de croissance... Dans tous les cas, il convient de se montrer très circonspect avec ces effets de seuils exhumés à partir de moyennes historiques rétrospectives : aucune conclusion tranchée ne peut être tirée puisque l'analyse menée par Reinhart et Rogoff [2009] est strictement empirique. Les auteurs en sont d'ailleurs bien conscients qui présentent leur travail comme « decidedly empirical », mais le danger existe de prendre ces effets de seuil pour argent comptant et de les exploiter comme des cibles de politique économique.

Les suites et prolongements des crises

Sur cette question, Reinhart et Rogoff [2009] identifient deux types de phénomènes récurrents, l'un touchant aux conséquences des crises financières sur la sphère réelle, l'autre engageant les conséquences budgétaires des crises.

Sans surprise, les auteurs relèvent qu'une crise se manifeste par un effondrement massif et prolongé des prix de l'immobilier et des actifs financiers, de l'emploi et du PIB. D'après leurs calculs, les prix de l'immobilier perdent en moyenne 35% et la baisse dure en moyenne six ans, tandis que les prix des actifs financiers connaissent un effondrement plus marqué de 55% mais sur une durée plus courte de trois ans et demi. Le taux de chômage augmente en moyenne de 7% pendant quatre ans. Les récessions ont une durée moyenne de deux ans et sont marquées par des contractions du PIB de 9%.

Les crises bancaires fragilisent les positions budgétaires des états ; les auteurs citent à l'appui un chiffre destiné à marquer les esprits : depuis 1945, la dégradation de la dette publique dans les trois années qui suivent une crise bancaire est en moyenne de l'ordre de 86%. Les auteurs recensent comme principaux facteurs de cette dégradation, la contraction des recettes fiscales conjuguée à la forte croissance des dépenses publiques engagées pour combattre la récession. Le désendettement massif du secteur privé (qui succède traditionnellement au fort endettement ayant accompagné le boom) accentue encore le ralentissement de l'économie.

De quelques touches absentes dans ce tableau

Nous voudrions souligner ici qu'il manque à ce tableau quelques nuances qui pourraient en modifier l'aspect. Les auteurs mettent l'accent sur la dépense publique comme source principale de l'aggravation des déficits publics dans l'immédiat après-crise mais à aucun moment ils ne font état des politiques fiscales qui ont conduit les pays avancés à réduire les taux moyens et marginaux d'imposition depuis 1980 ni n'évoquent l'incidence que ces politiques ont pu avoir sur l'apparition de déficits structurels des finances publiques en dehors de toute survenue de crise financière. Or, ce facteur est à considérer quand on regarde aujourd'hui le niveau des déficits budgétaires. Faute de cette mise en perspective historique des politiques fiscales, le lecteur est plus ou moins contraint d'accepter cette lecture à sens unique des déficits du point de vue du dérapage des dépenses publiques. La leçon tirée du passé est par conséquent tronquée et trompeuse puisque la réduction des dépenses publiques est présentée comme la seule réponse historiquement valable.

A côté de cela, aucune mise en perspective historique des déséquilibres de balances des paiements dans le monde n'est proposée dans l'ouvrage. Pourtant, une telle mise en perspective n'aurait pas été inutile, tant la première ère de la globalisation financière (sous l'étalon or) marquée par un relatif équilibre des balances des paiements se démarque de la seconde (la période actuelle). Un argument plus théorique vient à l'appui de ce propos : des déficits structurels de balances des paiements (on songe au cas des Etats-Unis à l'heure actuelle) peuvent être à l'origine de « Twin deficits ». La cause du déficit budgétaire ne réside alors plus dans le dérapage des dépenses publiques mais dans l'insuffisance de l'épargne domestique et les flux d'épargne internationaux. La régulation des flux d'épargne internationaux engage une toute autre dimension que celle des seules dépenses publiques.

Avoir ajouté ces deux dimensions n'aurait certainement pas nuit à l'analyse historique des auteurs : cela aurait permis de mieux contextualiser les époques, de mieux marquer leurs singularités et d'éviter l'écueil d'une pensée qui invite à trouver dans certaines régularités du passé la supposée solution à nos problèmes d'aujourd'hui.

Plus fondamentalement, que faire de ce fameux seuil de 90% qui ressort comme l'apport majeur de Reinhart et Rogoff ? Existe-t-il une limite à l'endettement public ? Cette limite est-elle de 90% et pourquoi ? Il conviendrait à tout le moins d'expliquer si cette « limite d'endettement acceptable » peut être détectée et déduite de façon endogène dans le cadre d'une modélisation économique quelconque. Les auteurs évoquent l'équivalence ricardienne comme le vernis de tout économiste, mais est-on tenu de les croire ? En tout cas, même en acceptant de les suivre sur ce terrain, pourquoi l'équivalence ricardienne s'appliquerait-elle strictement au-delà de ces fameux ratios ? On ne peut à ce stade que déplorer le déficit théorique de l'ouvrage.

En tout état de cause, ce serait une grave erreur de considérer cet ouvrage, aussi important soit-il dans le champ de l'histoire des crises, comme proposant une « nouvelle » théorie de la crise, ce qu'il n'est aucunement. Pas plus, ne peut-on le considérer comme un ouvrage de cliométrie des crises. Pourtant, la popularité du seuil à 90% a de quoi surprendre : il n'est qu'à regarder les recommandations de politique économique des institutions internationales (OCDE, FMI, Commission européenne), il n'est qu'à lire le rapport sur « La situation des finances publiques françaises » (avril 2010), pour voir ô combien ce seuil est pris pour argent comptant et comment le « ratio d'intolérance à la dette » de Reinhart et Rogoff [2009] a pu servir à justifier l'infléchissement des seules dépenses publiques aujourd'hui.

De façon élargie, nous voudrions évoquer un autre problème soulevé par cet ouvrage : peut-on s'appuyer sans faille sur l'exercice cliométrique pour tirer des leçons définitives du passé ?

Pourquoi la vision des crises était-elle si différente il y a dix ans ?

Pour illustrer notre propos, nous nous appuierons sur ce que l'on pourrait appeler « la nouvelle synthèse cliométrique », quand en 1998, 2000 et 2001, Bordo (néoclassique) et Eichengreen (néokeynésien) analysant la crise asiatique de la fin des années 1990

s'interrogeaient dans des articles cosignés sur le fait de savoir si les crises financières devenaient plus sévères et plus contagieuses que par le passé.

L'élément le plus frappant de leur réponse est que l'histoire confirme la singularité de l'époque actuelle (celle de la crise asiatique dans leurs travaux), une conclusion à l'opposé de celle de Reinhart et Rogoff aujourd'hui.

Selon Bordo, Eichengreen et al., [2001], s'interrogeant sur les changements majeurs au cours du dernier quart du 20^{ème} siècle, l'élément marquant est la plus grande fréquence des crises, qu'ils estiment être le double de ce qu'elle était sous Bretton-Woods et durant la période de l'étalon or. Tentant d'associer cette plus grande fréquence à une caractéristique commune, ces auteurs relèvent que les crises de change les plus sévères frappent davantage les pays soumis à un contrôle des changes ; selon eux, et à l'inverse des conclusions de Reinhart et Rogoff [2009], la liberté des mouvements de capitaux et l'absence de contrôle des changes ne seraient pas historiquement un facteur permissif du déclenchement des crises. Ces auteurs insistent en revanche sur le fait que la gravité des crises est à mettre en relation avec la propension des gouvernements à fournir des liquidités et à abonder en capital leurs institutions financières domestiques. On retrouve cet argument de l'aléa moral chez Bordo et Murshid [2000] qui ne trouvent pas dans les crises asiatiques de phénomène de contagion aggravée et qui, à ce titre, rejettent la nécessité d'un prêteur en dernier ressort pour réguler les crises financières internationales.

D'autres arguments de la même veine sonneraient également faux à la lumière de la crise de 2007-2009, quand par exemple Bordo, Eichengreen et Kim [1998] voient dans la révolution des technologies de l'information et de la communication le vecteur historique de la réduction des asymétries d'information sur les marchés mondiaux et expliquent l'élargissement des marchés financiers aujourd'hui par la réduction de ces asymétries d'information. Il serait aisé de faire observer avec la crise de 2007-2009 que les asymétries d'information ne se sont pas réduites avec la globalisation mais au contraire accrues et qu'elles sont l'une des clés de l'explication de la crise actuelle.

Des conclusions si dissemblables entre Reinhart et Rogoff d'un côté et Bordo – Eichengreen de l'autre, amènent à s'interroger sur la possibilité de tirer des enseignements du passé. Faut-il adopter une posture de méfiance systématique à l'encontre des travaux des cliométriciens ? Existe-t-il un biais dans l'analyse cliométrique rétrospective ?

Pour tenter de résoudre cette question difficile, revenons aux travaux précités de Bordo et Eichengreen. Quand ces auteurs se posent la question de savoir, à la lumière de la crise asiatique, si les crises financières deviennent de plus en plus sévères, ils adressent en fait au passé les deux principales interprétations de la crise asiatique du moment : cette crise était-elle due au maintien de parités insoutenables et à une libéralisation précipitée des mouvements de capitaux ou à une régulation financière inadaptée ? Que nous apprennent les crises du passé à l'aune de cette double interrogation ? Ce type de démarche est parfaitement illustratif du questionnement cliométrique : il s'agit d'apprécier la réponse qu'apporte le passé aux questionnements présents. Le temps présent constitue, par construction, la limite temporelle, la borne supérieure de l'exercice cliométrique. La cliométrie est ainsi toujours contingente des enjeux du présent : elle tente d'y répondre par une investigation du passé. Il serait alors vain de « jeter le bébé avec l'eau du bain » au motif que les cliomètres ne formulent pas des prévisions parfaites du cours futur de l'Histoire !

Dans la partie suivante, nous illustrons qu'une condamnation sans appel de la cliométrie serait tout autant une erreur.

Faut-il pour autant ignorer les apports de la cliométrie ?

Y a-t-il rien de neuf sous le soleil dans l'analyse économique de la dette publique et du risque de défaut dans le déclenchement des crises financières ?

Pour illustrer notre propos nous nous appuyerons sur trois exemples historiques abondamment cités par Flandreau et Zumer [2004], extraits des archives du *Crédit lyonnais* dans les années 1880, de l'ouvrage de référence de Leroy-Beaulieu (*Traité de la science des Finances*, [1878]) et du *Fenn's Compendium*, le manuel de référence des investisseurs britanniques au 19^{ème} siècle. L'idée est de rapporter des preuves historiques de l'existence, dès la fin du 19^{ème} siècle, d'une détection du risque de crédit et de la mise en œuvre de techniques de notation. Cette plongée dans les documents bancaires internes de l'époque permet assurément d'éclairer sous un jour nouveau la portée de la contribution de Reinhart et Rogoff [2009].

A partir d'un travail d'archives, Flandreau et Zumer [2004] ont montré que le *Crédit Lyonnais* après la crise de *Barings* avait commencé à développer des mesures systématiques de solvabilité des états, les pays étant regroupés en trois catégories : catégorie 1, le meilleur crédit ; catégorie 2, une qualité de crédit intermédiaire ; catégorie 3, la qualité de crédit la plus faible. Ces auteurs ont mis en évidence que cette catégorisation reposait sur une comparaison du service de la dette aux revenus de l'état, ce qui permettait de capturer le risque de défaut puisque le ratio calculé prenait en compte la capacité d'un état à honorer ses engagements. Ce ratio apparaît plus précis pour son objet que le simple ratio Dette/PIB.

Par ailleurs, les mesures de seuil de confiance faisaient déjà partie du langage commun des analystes financiers de l'époque. Par exemple, Leroy-Beaulieu [1878] dans son ouvrage de référence indique (un peu à la manière de Reinhart et Rogoff, c'est-à-dire de façon très conventionnelle) des niveaux de seuils concernant le ratio du service de la dette aux ressources gouvernementales : un seuil de « prudence » à 35%, un seuil « critique » à 45%, un seuil de déclenchement de la renégociation de la dette à 55%. De la même manière, un article publié dans *Economic Journal* en 1904 (soit un an avant le déclenchement de la première révolution russe et l'élection de la Douma), faisait état de la soutenabilité des finances russes en termes de seuils, estimant que le seuil de dangerosité (évalué ici entre 33% et 40% du budget annuel) n'était pas encore atteint et que la Russie pouvait encore accroître le montant de l'annuité de sa dette publique.

Ainsi, les analystes financiers de l'époque raisonnaient-ils en termes de probabilités de défaut et de façon plus surprenante encore accordaient de l'attention à la composition de la dette. Discriminer entre dépenses publiques productives et improductives était essentiel à leurs yeux. Pour en terminer avec cette illustration, nous empruntons à Flandreau et Zumer [2004] ce passage tiré du *Fenn's Compendium* de 1889 : « Dans quelle mesure le fardeau de la dette publique est-il couvert par des dépenses productives ? Si l'on prend le plus haut niveau de dette publique par tête – soit celui du Queensland – on trouve que celle-ci a été levée pour des dépenses de rails, de ports, de routes, de ponts, d'adduction d'eau... la totalité de la dette a été contractée pour des travaux d'utilité publique » ce qui, selon l'éditeur de cette revue en 1889, en faisait de la « bonne dette ».

Le fait est qu'on trouve exactement le même type d'interrogation dans des papiers récents de Mankiw [2010], Romer and Romer [2009], Baldacci et al. [2010] sur les contrecoups de la crise actuelle. Ces papiers comparent l'efficacité dans le budget de l'état d'une relance par la consommation et d'une relance par l'investissement productif en termes d'impact sur la croissance à moyen terme. Est-ce là vraiment de nouveaux enjeux ? Il y est question de taille de l'effet multiplicateur et d'arbitrage entre réduction de l'impôt et augmentation de la dépense publique par type de poste, autant de sujets déjà abordés par nos investisseurs au 19^{ème} siècle...

En définitive, peut-on avancer avec certitude que l'analyse économique des crises financières a marqué un pas décisif de Leroy-Beaulieu [1878] à Reinhart et Rogoff [2009] ? On y retrouve la même liste de pays « suspects », les mêmes analyses en termes de seuil, les mêmes questionnements économiques ... L'impression dominante n'est-elle pas que « plus ça change plus et plus c'est pareil » ?

References

Baldacci et al. [2010], "How effective is fiscal policy response in systemic banking crises", IMF WP 09/160.

Bordo M. D. [1986], "Financial crises, banking crises, stock market crashes, and the money supply: some international evidence, 1870-1933", in Capie and Woods (eds), *Financial Crises and the World Banking System*. London: MacMillan.

Bordo M.D, Eichengreen B., Kim J. [1998], "Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today?", NBER WP 6738.

Bordo M.D, Eichengreen B, D. Klingebiel and M. Martinez-Peria [2001], "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, April.

Bordo M.D, Murshid A. P. [2000], "Are financial crises becoming increasingly more contagious? What is the historical evidence on contagion?", WP for IMF/World Bank conference on "International financial contagion".

Calomiris C. [2008], "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next", Manuscript.

Calomiris C., D. Klingebiel and L. Laeven [2003], “Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience”, in P. Honohan and L. Laeven (eds.), *Systemic Financial Distress: Containment and Resolution*, Chapter 2, Cambridge University Press.

Calomiris C. and B. Wilson [2004], “Bank Capital and Portfolio Management: The 1930s “Capital Crunch” and the Scramble to Shed Risk”, *Journal of Business*, 77(3), 421-456.

Flandreau M., Le Cacheux J., Zumer F.[1998], “Stability without a pact? Lessons from the European Gold Standard 1880-1914”, WP EHESS, OFCE.

Flandreau M., Zumer F. [2004], *The Making of Global Finance 1880-1913*, Development Centre Studies, OECD, 144 pages, Paris.

Kindleberger C. P. [1989], *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New-York: John Wiley and Sons.

Kindleberger C. P. [1986], *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley: University of California Press.

Leroy-Beaulieu P. [1878], *Traité de la science des Finances*, 2nde édition, 2 volumes, Guillaumin, Paris.

Mankiw G. N. [2010], “Questions about fiscal policy: implications from the financial crisis of 2008-2009”, Federal Reserve Bank of Saint Louis (May/June)

Moody’s Investors Service [2000], “Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999”, WP, January.

Morgenstern O. [1959], *International Financial Transactions and Business Cycles*. New-York: NBER.

Reinhart C., Rogoff K. [2010], “Growth in a Time of Debt”, *The American Economic Review*, Vol. 100, N°2, pp. 573-8, May.

Reinhart C., Rogoff K. [2010], *Cette fois, c’est différent. Huit siècles de folie financière*. Collection Les temps changent, Éditeur Pearson, septembre.

Reinhart C., Rogoff K. [2009], “The Aftermath of Financial Crises”, *The American Economic Review*, Vol. 99, N°2, pp. 466-472. May.

Reinhart C., Rogoff K. [2009], *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Reinhart C., Rogoff K. [2008], “Is the US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison” *The American Economic Review*, Vol. 98, N°2, pp. 339-344. May.

Reinhart C., Rogoff K. [2008], “This Time is Different; A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, WP NBER, 13 882.

Romer C. and Romer D. [2009], “The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks”, WP, University of California Berkeley, forthcoming in AER.

Thorp W. L. [1926], *Business Annals*. New-York: NBER.

WORKING PAPERS DE L'AFC

Année 2011

- WP2011-1 Amélie CHARLES, Olivier DARNÉ, Claude DIEBOLT
"A Revision of the US Business-Cycles Chronology 1790–1928"
- WP2011-2 Cécile EDLINGER, Maxime MERLI, Antoine PARENT
"La diversification des portefeuilles français a la veille de 1914 ou l'image écornée du rentier français du 19e siècle"
- WP2011-3 Jean-Luc DEMEULEMEESTER, Claude DIEBOLT
"Renouveler la science économique néo-classique ? Prendre l'historicité au sérieux"
- WP2011-4 Claude DIEBOLT, Karine PELLIER
"Measuring the 'Ideas': Evidence from a New International Patent Database"
- WP2011-5 Cécile EDLINGER, Maxime MERLI, Antoine PARENT
"An optimal world portfolio on the eve of World War One: Was there a bias to investing in the New World rather than in Europe?"
- WP2011-6 Magali JAOUL-GRAMMARE
"L'évolution des inégalités dans l'enseignement supérieur universitaire français. L'influence des réformes institutionnelles et des ruptures économiques"
- WP2011-7 Ralph HIPPE, Joerg BATEN
"Regional Inequality in Human Capital Formation in Europe, 1790-1880"
- WP2011-8 Michel-Pierre CHELINI, Georges PRAT
"Cliométrie du chômage et des salaires en France, 1950-2008"
- WP2011-9 Antoine PARENT
"Jadis et Naguère, la vision des crises financières dans l'histoire selon Reinhart et Rogoff"
- WP2011-10 Claude DIEBOLT, Antoine PARENT, Jamel TRABELSI
"Comment la croissance américaine aurait-elle réagi à une politique monétaire expansionniste en 1929 ? Les enseignements cliométriques d'une simulation SVAR"
- WP2011-11 Eric CHANCELLIER
"Henry L. Moore et le marché du coton, 1917: La météorologie agricole et le juste prix"
- WP2011-12 Thi Hong Van HOANG
"La vie et la mort du marché de l'or à la Bourse de Paris de 1948 à 2004"

La liste complète des Working Papers est disponible sur le site www.cliometrie.org