

Le cycle décennal a-t-il disparu ?

Posté le : 26 décembre 2017 20:02 | Posté par : Blog du cercle des économistes e-toile

Catégorie: Cycles et conjoncture, Concepts fondamentaux, Crise systémique, Crise mondiale, Histoire économique récente

Le cycle « décennal » est une des réalités les plus ancrées de notre histoire économique moderne, c'est à dire depuis l'émergence d'une économie capitaliste basée sur le crédit bancaire. On suit sa trace depuis au moins deux siècles. Pour s'en tenir aux dernières cinquante années, on passe de la crise de 73-74, à celle du début des années 80, de la récession sévère de 1992-93 à la crise du début des années 2000 et finalement à la crise dramatique de 2008-2009.

Le schéma était parfaitement répétitif : une crise molle après une crise forte, un démarrage aux Etats Unis et dans les pays les plus engagés dans le commerce international qui se répandait ensuite à travers le monde, un choc boursier et bancaire qui se communiquait à l'économie réelle.

Naturellement il ne faut pas imaginer un cycle économique avec l'esprit de la mécanique. Les périodes ne sont pas strictement de dix ans. L'intervalle des crises peut se situer entre 6 et 12 ans. Les mécanismes sont toujours un peu différents, parce qu'une crise survient en général là où on l'attend pas.

Depuis Clément Juglar qui est le premier à s'y attacher, on sait que la cause principale des crises est le crédit bancaire. Dans une période d'euphorie, les agents sont pleins d'optimisme et surinvestissent. L'expansion est financée par le crédit bancaire. Mais le surinvestissement guette. Lorsque l'offre a dépassé trop la demande, certains crédits se trouvent aventurés et ne peuvent plus être remboursés. Les banques vacillent, le crédit se bloque, les pertes d'accumulent. L'économie connaît une dégringolade jusqu'à ce que les pertes soient absorbées. Elle repart alors du fait de son dynamisme intrinsèque.

L'erreur de Juglar, souvent répétées depuis, a été de croire que l'économétrie permettrait de prévoir les crises. Ses modèles se sont plantés justement parce que l'affaire est largement psychologique et que chaque crise est légèrement ou profondément différente de la précédente dans ses conditions de déclenchement et ses modalités de détail. La structure de l'économie change et les problématiques internes se déplacent. Le cycle se situe toujours dans un contexte politique, économique, administratif, qui évolue. Difficile de comprendre la crise de 29 sans tenir compte de la guerre de 14. Les crises récentes ne sont pas sans liens avec le système monétaire international. Ce n'est pas la même chose qu'une économie où les états ne dépensent pas plus de 20% du PIB et une autre où ils dépensent 58%. De même une économie basée d'abord sur l'agriculture, n'est pas exactement la même qu'une économie de l'information.

Il n'empêche que les crises décennales sont principalement endogènes. Les idées dominantes, mais fausses, de notre époque, sur jouent le rôle des « cygnes noirs » et des chocs externes. La « disruption » a explosé dans le vocabulaire de la crise pour dédouaner les vraies responsables et leur permettre de maintenir des systèmes dangereux et explosifs. Elles sont même doublement endogènes. Le rôle du crédit et de son cycle psychologique est majeur. Chaque marché a son propre cycle. Le cycle du bâtiment est un cycle long. Le cycle de l'automobile est associé au marché du renouvellement. Il est plus court. L'équipement de maison a aussi sa périodicité qui correspond au vieillissement et au jeu des générations. En fait presque tout est cyclique dans les marchés. Que l'on pense simplement aux saisonnalités. On peut imaginer une théorie des cycles qui ressemble à celles

des vagues : la houle et le vent peuvent s'annuler ou se conjuguer et parfois générer une vague scélérate qui balaie tout.

Entre les variations de contexte et les vagues internes à chaque marché, qui sont en constante transformation (le boom de la téléphone mobile n'a pas exactement les mêmes conséquences que celui du chemin de fer au XIXème siècle), il est parfaitement normal que le cycle décennal ait toujours présenté des variances assez profondes.

Les seuls points récurrents : le décalage entre les crédits souscrits et la capacité des marchés à rentabiliser les investissements faits, avec des conséquences bancaires majeures ; la correction violente et universelle des marchés financiers ; le désordre dans le commerce international.

Avec l'abandon des disciplines de Bretton Woods, le monde a vu revenir les crises dures. Les énormes déséquilibres de balances de paiements, par le jeu des doubles pyramides de crédit décrites par Jacques Rueff, nous ont fait passer progressivement à une économie baudruche, avec un ralentissement constant du rythme de la croissance et tous les 20 ans une crise extrêmement sévère (73-4, 92-3, 08-09).

La dernière a même été si sévère et la récession si profonde, qu'elle a changé radicalement les conditions habituelles de la réflexion économique. « Cette fois-ci ce n'est plus la même chose ». Elle a pris complètement à revers les économistes qui comme Rogoff considéraient que le cycle n'existait plus et qu'on avait trouvé la clé d'une croissance heureuse, permanente et sans crise, et aussi toutes les politiques mondialisantes basées sur des marchés ouverts, régulés par les seules banques centrales, et supposés s'ajuster moins brutalement quand on leur lâchait totalement la bride.

La seule politique économique globale qui pouvait être menée sans casser tous les codes de la mondialisation américaine était d'étouffer les banques tout en alimentant les Etats en argent gratuit pour faire face à des endettements publics devenus monstrueux. Cet endettement supposait que la fiscalité soit augmentée également massivement. On a donc vu pendant 10 ans une économie mondiale entièrement entravée par les dettes, les pertes bancaires à écluser progressivement et les impôts. La peur étant partout et l'espoir nulle part, nous avons connu une économie vacillante et incohérente où la spéculation restait la maîtresse du jeu et l'investissement un fantôme.

La peur d'une nouvelle crise bancaire qui n'aurait pas pu être jugulée et qui aurait tout emporté a provoqué la mise en œuvre d'un étouffement bancaire absolument invraisemblable. Tout mouvement de fonds est épié et dénoncé. Il faut justifier toute entrée d'argent et toute sortie. Les banques ont été autorisées à taxer l'usager en même temps qu'on imposait le passage par les banques pour tout mouvement de fonds, même faible. L'argent des banques centrales a été canalisé vers les Etats pour leur permettre de respirer. Les taux très bas ont rallumé partout la spéculation et la hausse des marchés financiers, surtout aux Etats-Unis, sauvés partiellement par leur rôle d'émetteur de la monnaie mondiale et la moindre sujétion de leurs banques. Le Financial Times de la semaine dernière a publié d'excellents graphiques qui montraient que la monnaie créée n'allait que très partiellement vers l'économie réelle sous forme d'investissement industriels ou commerciaux. Les sociétés cotées préféraient convertir leur cash en hausse des cours par annulation d'actions plutôt que de l'investir.

La reprise d'après récession se produisait en général trois à quatre ans après la pointe de la récession. Elle pouvait être assez rapide. Il a fallu cette fois-ci attendre 2015-2016 pour voir se rallumer les feux d'une reprise, soit sept à huit ans. Un retard de trois-quatre ans, avec des taux de croissance ridicules de 1 à 2%. 2017 a vu une accélération de cette reprise, avec le rallumage de deux moteurs essentiels : le commerce international et l'investissement productif. Mais c'est la reprise de l'immobilier qui a dessiné l'essentiel du mouvement de hausse du PIB, du fait des taux d'intérêt historiquement faibles. Et les banques centrales se sont vite inquiétées de l'arbitrage des

grandes entreprises empruntant à tout va du fait du différentiel entre le coût du capital et celui de la dette. Les banques centrales appuient donc en même temps sur le frein et sur l'accélérateur. Plus aucune décision n'est prise en fonction des marchés mais uniquement des opportunités d'argent gratuit.

Quels que soient les déséquilibres, les grands instituts prévoient comme d'habitude une bonne prochaine année et une année suivante encore meilleure. Les modèles de prévisions étant toujours basés sur des projections fondées sur les évolutions du passé récent, que l'on corrige de façon stochastique, quand cela va mieux cela va toujours aller encore mieux. Nous voici donc avec des prévisions très favorables pour les deux années qui viennent, l'OFCE allant jusqu'à prévoir cinq années de croissance continue et créatrices en emplois.

Du coup, où est passé le cycle décennal ? Est-il mort et enterré ?

Dans un premier schéma nous avons imaginé que le scénario habituel pourrait provoquer une accélération de la croissance en 2016-2017 avec un ressac en fin d'année. Nous l'avons corrigé en allongeant la séquence. Dans cet esprit, le cycle aurait été simplement déplacé dans le temps. La reprise ayant trois ans de retard, la mini récession « décennale » aurait elle-même trois ans de retard. Sachant que l'intervalle moyen est de 8.8 ans, nous passerions à 11/12 ans, ce qui nous amène plutôt à 2019-2020. C'est plus que notre dernier recadrage qui envisageait un risque de mini correction conjoncturelle entre 2018 et 2019, ce qui est incompatible avec les prévisions du FMI, de l'OCDE, de la BCE, bref de tout le monde. Si l'OFCE a raison, qui ne voit aucun recul pendant de longues années, il n'y aurait pas retard du cycle mais disparition du cycle.

Faut-il croire à la disparition du cycle ?

On ne peut pas nier que certains arguments sont solides. Comme nous l'avons vu le moteur des crises est l'exubérance bancaire et un optimisme qui se débride totalement. Or le moteur bancaire a été totalement étouffé par la réglementation et le poids des pertes accumulées. Il n'y a pas (pas encore) d'euphorie. Curieusement, les investisseurs mondiaux se sont mis à croire au cycle et voient dans le décalage entre la valorisation boursière et le niveau des cours une cause d'inquiétude. Deux ingrédients majeurs d'un renversement de cycle manquent.

Bien sûr la réactivation d'une croissance tirée par le commerce international (entre 4 et 5% en 2017) relance les risques de déséquilibres majeurs de balances de paiements, avec leurs effets habituels de création monétaire sans contrepartie, en même temps que l'absence de la récession attendue pour 2017-2018 est de nature à faire renaître l'idée qu'un monde nouveau sans récession est en train d'advenir. On peut également remarquer que les contraintes bancaires ont provoqué le développement d'une finance extra bancaire non régulée et mal connue qui a également ses propres dangers.

Comme toujours si un craquement doit se produire, il prendra les observateurs par surprise. Réciproquement la grande surprise serait qu'une croissance continue et forte se mette en place pour de longues années, sans le moindre cahot.

A ce stade nous préférons encore parler de cycle différé. Mais l'affaire devient intéressante.

Didier Dufau pour le Cercle des économistes E-toile