



LE BILLET DE LASAIRE

Juin 2015

LE DÉBAT THÉORIQUE ACTUEL SUR LE RISQUE D'UNE CROISSANCE DURABLEMENT FAIBLE

Michel FRIED

Six ans après la première grande récession de l'après-guerre (2008-2009), les pronostics d'un retour durable du rythme de croissance constaté avant cette crise sont régulièrement démentis. Un certain nombre d'économistes, notamment américains, ont alors considéré que les grilles d'analyse dominantes ne rendaient pas correctement compte du capitalisme contemporain et plaidé avec un regard très critique pour un réexamen des caractéristiques structurelles de la période et de leurs liens avec les politiques économiques mises en œuvre.

Dans une première partie, on examinera les analyses et propositions de la BRI qui a consacré son dernier rapport annuel (juin 2014) à ce thème selon une optique très néo-libérale, mais faisant échos pour partie à l'analyse des crises financières d'Irving Fisher (1933). Dans une seconde partie, on présentera la reprise par Lawrence Summers, ancien secrétaire d'Etat au Trésor de Bill Clinton appuyé par le prix « Nobel » (2008) Paul Krugman, des thèses stagnationnistes développées dans les années 1930. Enfin, une troisième partie portera sur l'effet de miroir entre les approches de certaines théories contemporaines de la crise avec celles développées dans les années 1930.

LA THÉORIE DES CYCLES FINANCIERS DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

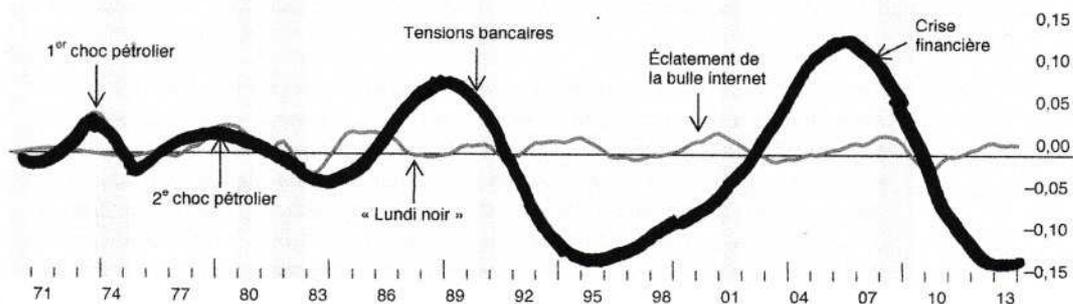
L'analyse de la crise actuelle a amené la BRI¹ à considérer que l'approche en termes de cycles économiques décrivant les fluctuations de moyenne période de l'économie réelle, n'était pas satisfaisante et que l'évolution de la conjoncture était décrite de façon plus pertinente en la caractérisant comme la superposition d'un cycle économique traditionnel, d'une durée moyenne de 8 ans et d'un cycle financier d'une durée de 18 ans environ.

Selon la BRI, le concept de cycle financier intègre un vaste ensemble de variables financières concernant à la fois les quantités et les prix, une place importante étant accordée aux agrégats de crédit et aux interactions entre les contraintes financières et la perception des risques, interactions qui peuvent tendre à se renforcer mutuellement, situation à l'origine de la crise des subprimes.

Selon les travaux empiriques de la BRI, les cycles financiers présentent quatre caractéristiques : leur durée, le risque de crise bancaire lorsque la phase d'expansion s'achève, leur large synchronisation entre les pays, du fait notamment du rôle des capitaux externes et l'amplification des fluctuations économiques et financières, notamment lorsque les points hauts ou les points bas des deux types de cycles coïncident, comme ce fut le cas en 2007-2008 et comme c'est le cas actuellement, et ce qui explique la profondeur de la récession et la lenteur et la faible ampleur de la reprise (voir graphique ci-après- source BRI)

¹ Les travaux du chef du département économique de la BRI, Claudio Borio, ont alimenté, notamment par ses analyses factuelles, la doctrine actuelle de la BRI.

États-Unis : cycles financier et économique



Selon cette approche, la crise actuelle analysée au travers du prisme des cycles financiers « n'était pas une récession typique de l'après-guerre, mettant un frein à l'inflation, mais une récession de bilan associée à la phase de contraction d'un cycle financier démesuré » (p 12) ; le caractère particulier de la crise ayant été ignoré, les politiques économiques mises en œuvre se sont avérées erronées. Durant la phase d'expansion précédant la crise, obnubilés par le soutien de la croissance, des pays comme les Etats Unis, l'Espagne ou le Royaume Uni ont laissé se gonfler démesurément l'endettement des agents privés, alimentant de surcroît une violente crise bancaire qui a contaminé des pays comme l'Allemagne et la France. La BRI souligne le cas particulier de la crise de la zone euro, car, pour des raisons institutionnelles, à la « récession de bilan » s'ajoutent les conséquences de l'existence d'un « cercle vicieux entre risques bancaires et risques souverains ».

De cette analyse découlent les axes souhaitables d'une politique économique de sortie de crise. Les pays affectés par la crise doivent réduire leurs mesures de soutien de la demande car les économies ne réagissent que peu à ces mesures, ils doivent donner la priorité à l'assainissement des bilans des agents privés et à l'achèvement de Bâle III pour réduire les risques de crise bancaire, et les banques centrales doivent s'attacher à gérer les anticipations relatives à l'orientation des taux directeurs. Mais cela n'est pas suffisant car, affirme la BRI, « la seule source de prospérité durable est un renforcement du rôle de l'offre, notamment une croissance plus forte de la productivité ». La BRI met en conséquence l'accent sur l'importance des réformes structurelles et plus particulièrement sur la déréglementation des secteurs protégés, l'accroissement des taux d'activité et la réduction de « l'hypertrophie du secteur public ».

LA THÉORIE DE LA STAGNATION SÉCULAIRE DE LARRY SUMMERS

En novembre 2013, lors de la conférence annuelle du FMI, Larry Summers, l'ancien secrétaire d'Etat au Trésor de Bill Clinton et fugacement de Barack Obama, a créé un choc lorsqu'il expliqua que l'économie mondiale était entrée dans une phase où le risque « d'une stagnation séculaire » devait être pris au sérieux. Le soutien que lui apporta Paul Krugman, dès la semaine suivante dans le New York Times (16/11/2013) était plus attendu.

La théorie de la stagnation séculaire considère que la croissance est durablement affectée dès lors que l'économie se trouve dans une situation où la croissance de la demande globale est entravée par une déformation des déterminants de l'épargne et de l'investissement conduisant à un excès ex ante d'épargne par rapport aux occasions d'investissement et à la faiblesse de la consommation. La théorie de la stagnation séculaire considère que l'on peut être dans une situation de déséquilibre durable (« séculaire ») dès lors que les banques centrales, qui ont déjà réduit leurs taux directeurs à un niveau proche de zéro, sont dans l'impossibilité de les porter au niveau franchement négatif qui contrerait l'insuffisance de la demande. Lawrence Summers voit une confirmation du caractère structurel de la faiblesse de la croissance actuelle dans le fait que lors de la décennie qui a précédé la récession, l'inflation est restée faible, ce qui appuie l'idée d'une épargne déjà trop élevée comparée aux occasions d'investissement (dit autrement le taux d'intérêt réel d'équilibre était déjà très faible). Les déséquilibres économiques à l'œuvre actuellement seraient donc bien antérieurs à la phase de récession.

Cette théorie se démarque de la théorie keynésienne standard car le déséquilibre entre une offre d'épargne trop élevée par rapport à la demande d'investissement peut provenir de caractéristiques structurelles telles que l'insuffisance démographique, la défaillance de l'offre de crédit ou l'accroissement de l'inégalité des revenus qui diminue la propension à consommer. Comme la théorie des cycles financiers, dans un contexte de taux d'intérêt faibles, la théorie de la stagnation séculaire met en doute l'efficacité de la politique monétaire qui peut même devenir contre-productive car elle

augmente les incitations à réaliser des investissements spéculatifs risqués et peut donc provoquer des bulles d'actifs financiers ou immobiliers. La stimulation de l'offre devient alors inefficace car elle pousse à la baisse des prix des biens et services et accroît en conséquence les taux d'intérêt réels ce qui réduit donc encore les possibilités d'investissement. A la différence de la théorie des cycles financiers, la théorie de la croissance séculaire est donc clairement une théorie pessimiste de la demande qui donne à la politique budgétaire la mission de corriger son insuffisance².

UN RETOUR DE LA THÉORIE VERS LES ANNÉES 1930 ?

La théorie économique des années 1930 a été marquée par la nécessité de rendre compte de la crise de 1929 ; la gravité de cette crise a contraint la théorie à remettre en question le dogme d'un système économique spontanément à l'équilibre, en sorte qu'il ne pouvait connaître que des fluctuations économiques de faible ampleur. La réponse de Keynes est bien connue mais elle s'inscrit dans une logique de court terme (« dans le long terme nous serons tous morts »), alors que la question que se posent quelques économistes de cette époque, est celle de l'évaluation des perspectives de croissance durable du capitalisme. Finalement, les théories économiques de cette époque ont été dominées par deux questions : comment expliquer une récession de grande ampleur et comment en sortir ?

Trois auteurs, Irving Fisher, Alvin Hansen et Joseph Schumpeter ont tenté de répondre à ces questions, mais, à l'exception toute relative du dernier, leurs contributions théoriques sont tombées dans l'oubli, avant d'être redécouvertes à l'occasion de la crise actuelle.

Irving Fisher, dont l'article majeur a été écrit en 1933 (« The Debt déflation. Theory of Great Depression »), a donné un rôle déterminant au développement du système financier, qui a permis un endettement excessif des agents privés, si bien que, lorsque les risques liés à ce surendettement sont enfin perçus, les anticipations se retournent et les agents, qui découvrent leur insolvabilité latente, réduisent leurs dépenses pour se désendetter ce qui est à l'origine de la crise de 1929. La parenté (reconnue) de l'analyse de Fisher avec les théories du cycle financier est donc frappante.

Alvin Hansen, l'économiste auquel se réfère explicitement Lawrence Summers, s'est interrogé sur la succession des deux chocs récessifs successifs (août 1929-mars 1933 et mai 1937-juin 1938), épisodes qui ont caractérisé la crise de 1929. Le premier pouvait peut-être s'expliquer par un relâchement trop précoce des mesures de soutien rooseveltiennes, mais cette explication semble moins pertinente pour rendre compte du second choc, ce qui a incité Hansen à considérer que des tendances stagnationnistes sont à l'œuvre qui réduisent l'efficacité des mesures de soutien de la croissance. Hansen explique ces tendances par l'amenuisement des conditions d'investissement provoqué par l'épuisement des effets de la révolution technologique et le ralentissement de la croissance démographique entraînée par la baisse de l'émigration vers les Etats Unis. Dès lors les dépenses publiques deviennent incapables de soutenir durablement la croissance, faute d'occasions d'investir³. On voit bien la parenté de cette analyse avec la théorie keynésienne⁴, mais aussi sa différence qui porte sur le lien entre le progrès technique et l'efficacité des relances budgétaires pour contrer un manque structurel d'occasions d'investissement.

Un autre économiste de cette époque, *Joseph Schumpeter*, partage cette vision du destin incertain du capitalisme, du fait de l'amenuisement des occasions d'investissement (« Capitalisme, Socialisme et Démocratie » 1942). Cette évolution n'a pas une origine technologique, elle s'explique par la tendance à la concentration monopolistique des entreprises, tendance qui entraîne la disparition des entrepreneurs innovants peu à l'aise dans le monde de la grande entreprise et la transformation à terme du capitalisme vers une forme de « socialisme » (dixit Schumpeter) planificateur et bureaucratique. L'approche de Schumpeter, malgré ses points communs avec celle de Hansen, débouche donc plutôt sur la mise en place de politiques de l'offre tournée vers le soutien des PME innovantes⁵.

² Michel Aglietta (« la faiblesse des taux d'intérêt anticipe celle de la croissance » in Le Monde du 12/05/2014), reprenant les thèses de la croissance séculaire, insiste sur la détérioration de la croissance potentielle qui résulterait d'une faible croissance prolongée. En conséquence, la sortie du piège de la stagnation séculaire passerait non seulement par un soutien de la demande qui devrait cibler les investissements publics, mais aussi sur une politique de l'offre tournée vers l'amélioration des facteurs de production (formation, recherche-développement, ...).

³ Le débat n'a pu être tranché factuellement, car dès 1939 les dépenses militaires et les exportations d'armes ont relancé la croissance américaine qui a atteint 7,9% en 1939.

⁴ Hansen, dans ses ouvrages ultérieurs a joué un rôle important dans la diffusion de l'interprétation neo-keynésienne de la « Théorie générale » de Keynes. Hicks, qui a joué un rôle déterminant dans cette réécriture de Keynes, a reconnu sa dette envers Hansen. Il a aussi reconnu, plus tardivement, dans les années 1970, que l'interprétation néo-keynésienne introduisait une rupture, pouvant être critiquée, avec l'auteur de la Théorie Générale, car celui-ci décrivait la possibilité d'une économie en déséquilibre, alors que la relecture néo-keynésienne décrit une économie en équilibre (il existe toujours un niveau de revenu et de taux d'intérêt pour lesquels se réalise l'équilibre des marchés des biens et de la monnaie).

⁵ Dans le débat qui oppose keynésiens, hétérodoxes et néoclassiques, Schumpeter n'est pas facilement positionnable. En effet, dans « Capitalisme, Socialisme et Démocratie », il décrit d'une part, comme Keynes, le capitalisme comme un système économique qui n'est pas spontanément à l'équilibre (p127 de l'édition « petite bibliothèque Payot » de 1965), d'autre part, il est proche des hétérodoxes, lorsqu'il invite les économistes à « se

Ces trois économistes sont devenus aujourd'hui des références dans le débat sur la nature de la crise et sur la définition des politiques économiques pouvant y remédier. Cet effet de miroir entre les débats théoriques des années 1930, et nos débats contemporains est révélateur des inquiétudes diffuses concernant le devenir de nos économies. Comme le note Paul Krugman « Pour la première fois en l'espace de deux générations, des panes du côté de la demande économique ... sont devenues les limites évidentes à la prospérité d'une grande partie du monde » (« Pourquoi les crises reviennent toujours » ed. du Seuil 2009, pp191-192). Cette évidence n'a manifestement pas frappé tous les décideurs actuels, comme le montrent les désaccords sur le soutien qu'il conviendrait d'apporter à la Grèce.

On notera enfin que ces débats opposent des analyses de la crise définies à partir des caractéristiques de la sphère réelle (démographie, technologie, progrès technique) à d'autres analyses définies à partir des caractéristiques de la sphère financière (innovations financières, choix des canaux d'action des politiques monétaires). L'évolution de ces caractéristiques conduit-elle à un diagnostic du déclin inéluctable de la croissance ou à l'entrée dans une période de transition où les caractéristiques défavorables se résorberont spontanément, notamment sous l'effet du retour de la croissance démographique ou du fait des évolutions technologiques prévisibles (technologies numériques et investissements dans les énergies renouvelables) ? La réponse à cette question détermine les places respectives qu'il convient d'accorder aux politiques de soutien de la demande et aux politiques structurelles⁶, en gardant à l'esprit que les secondes n'agissent que dans le long terme.

Enfin pour terminer ce trop bref papier on soulignera l'ampleur du champ de réflexion des analystes des années 1930 qui couvrait à la fois la sphère réelle, la sphère financière et leur interaction et on notera que les développements théoriques actuels renouent dans une certaine mesure avec cette logique, ce qui amène à se préoccuper du développement excessif et malsain du système financier ainsi que du montant de l'endettement privé. Ces deux caractéristiques sont largement ignorées par la théorie économique dominante, celle qui inspire les décideurs politiques ; cette théorie accorde une place importante à la dette des administrations publiques, confondant ce faisant la cause et l'effet, et préconise le développement de la finance de marché dérégulée, l'une des causes de la crise des subprimes.

débarrasser des ceillères qui ne leurs laissent pas d'autre choix que la concurrence par les prix » (même source p123), alors que, enfin, sa thèse centrale sur la fonction de l'entrepreneur a des accents que ne désavoueraient pas les idéologues du MEDEF.

⁶ Les politiques structurelles recouvrent deux types de mesures qu'il conviendrait de différencier : les mesures qui visent à transformer les caractéristiques de l'économie réelle (politique industrielle par exemple) et celles qui visent à désindexer les dépenses et recettes des administrations publiques de l'évolution de l'activité économique. Les premières ont pour objet de transformer les caractéristiques d'un modèle de croissance, les secondes de gérer de façon « répressive », le solde budgétaire public.