

L'analyse du cycle économique est-elle obsolète ?

Crédit Agricole - Exploration

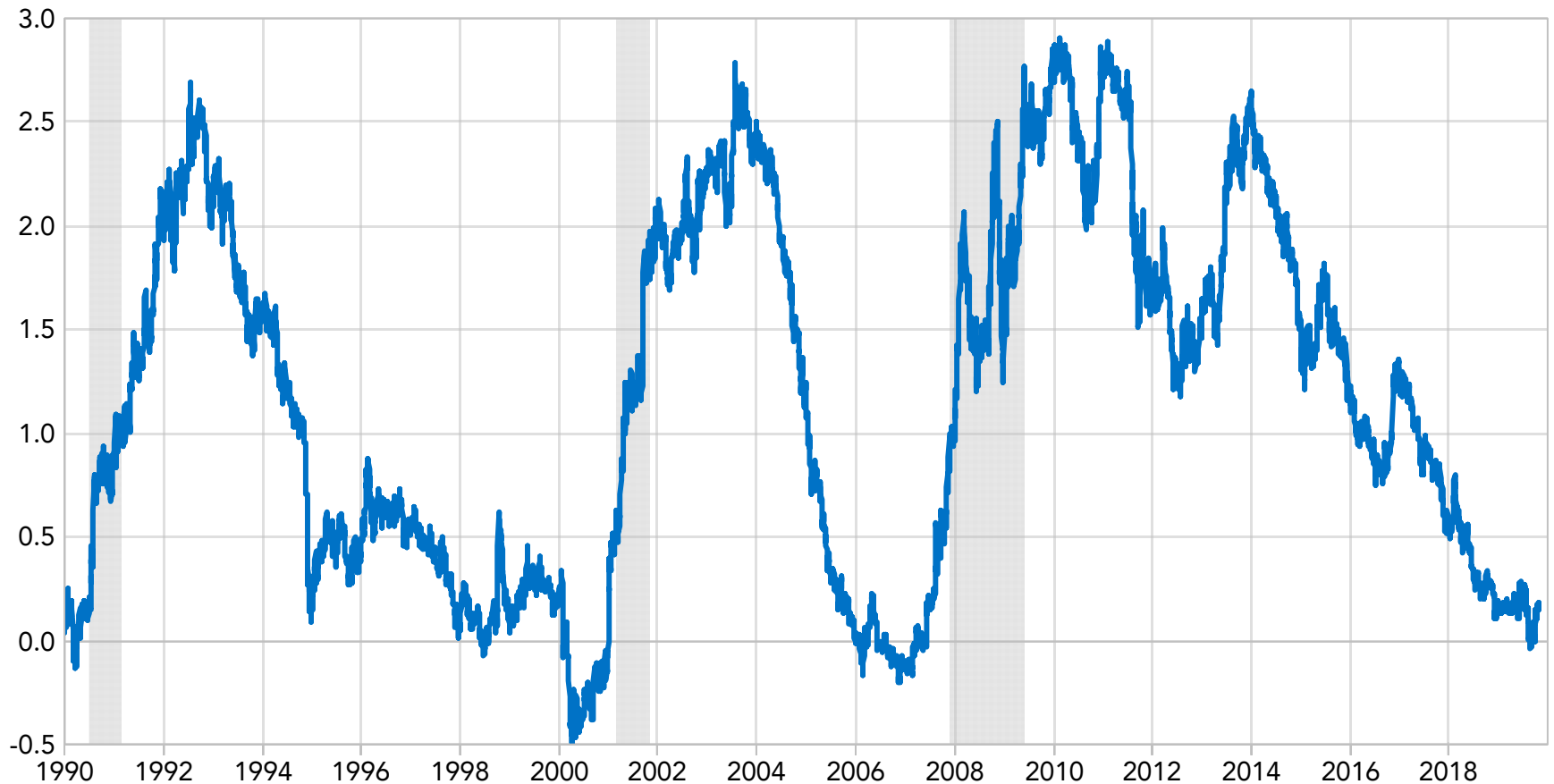
5 novembre 2019

Denis Ferrand – DG de Rexecode

Une nouvelle crise est à l'horizon : c'est écrit dans la pente de la courbe des taux, une observation qui ne ment pas !
Un peu rapide, pas si simple.

Etats-Unis

Ecart de taux (10 ans - 2 ans)



Source : Fed

© Rexecode

Questions

- ✓ Notre économie est-elle encore déterminée par des cycles ?
- ✓ Si oui, lesquels (nature, fréquence, ampleur) et où en sommes-nous sur la courbe ?
- ✓ Si non, avec quelles nouvelles grilles de lecture peut-on analyser, et éventuellement anticiper les évolutions conjoncturelles ou structurelles ?
 - ➔ Quelles sont les sources de la croissance ?
 - ➔ La crise relève-t-elle de facteurs exogènes ou renvoie-t-elle à une régularité intrinsèque du système économique ?
- ✓ Où en est-on dans le déroulement des fluctuations économiques ?

NB : Analyse privilégiée de la situation de l'économie américaine. C'est elle qui a modelé et modèle encore (apparemment) les cycles mondiaux.

Agenda

- 1 Disparition ou atténuation du cycle ?
- 2 Les analyses empiriques et théoriques du cycle
- 3 Quels référentiels pour la tendance autour de laquelle s'enroule le cycle ?
- 4 Comment apprécier la position dans le cycle aujourd'hui ?

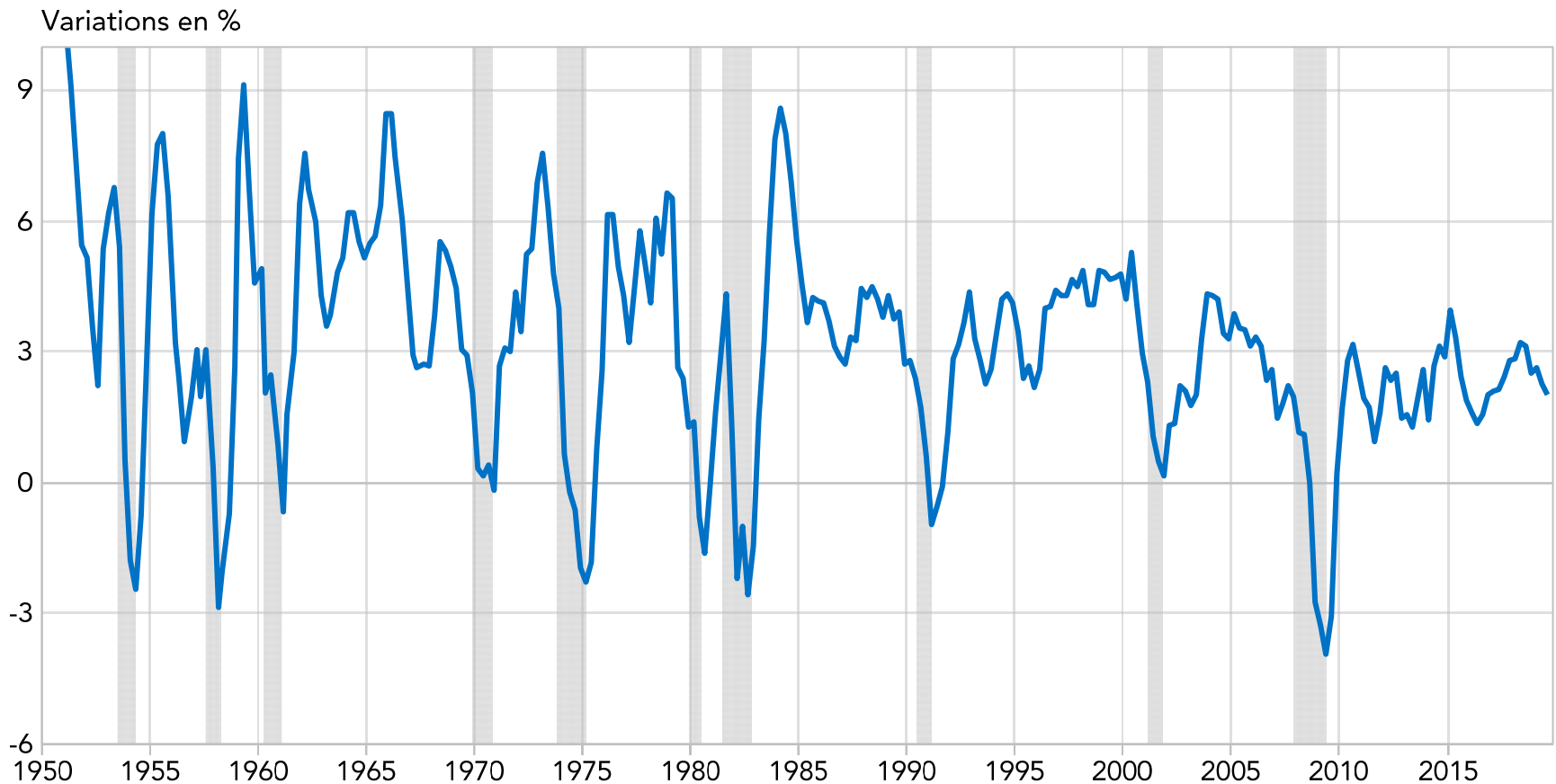
Le cycle économique : une question atemporelle et universelle ?

- ✓ Préoccupation très anglo-saxonne, ex NBER
- ✓ La cyclicité des économies diffère : Etats-Unis, économie très cyclique, Royaume-Uni (stop and go associé aux politiques économiques)

L'enchaînement de phases d'expansion et de récession est très marqué aux Etats-Unis. Ces phases tendent à s'espacer et sont plus amorties.

Etats-Unis

Croissance du PIB en volume



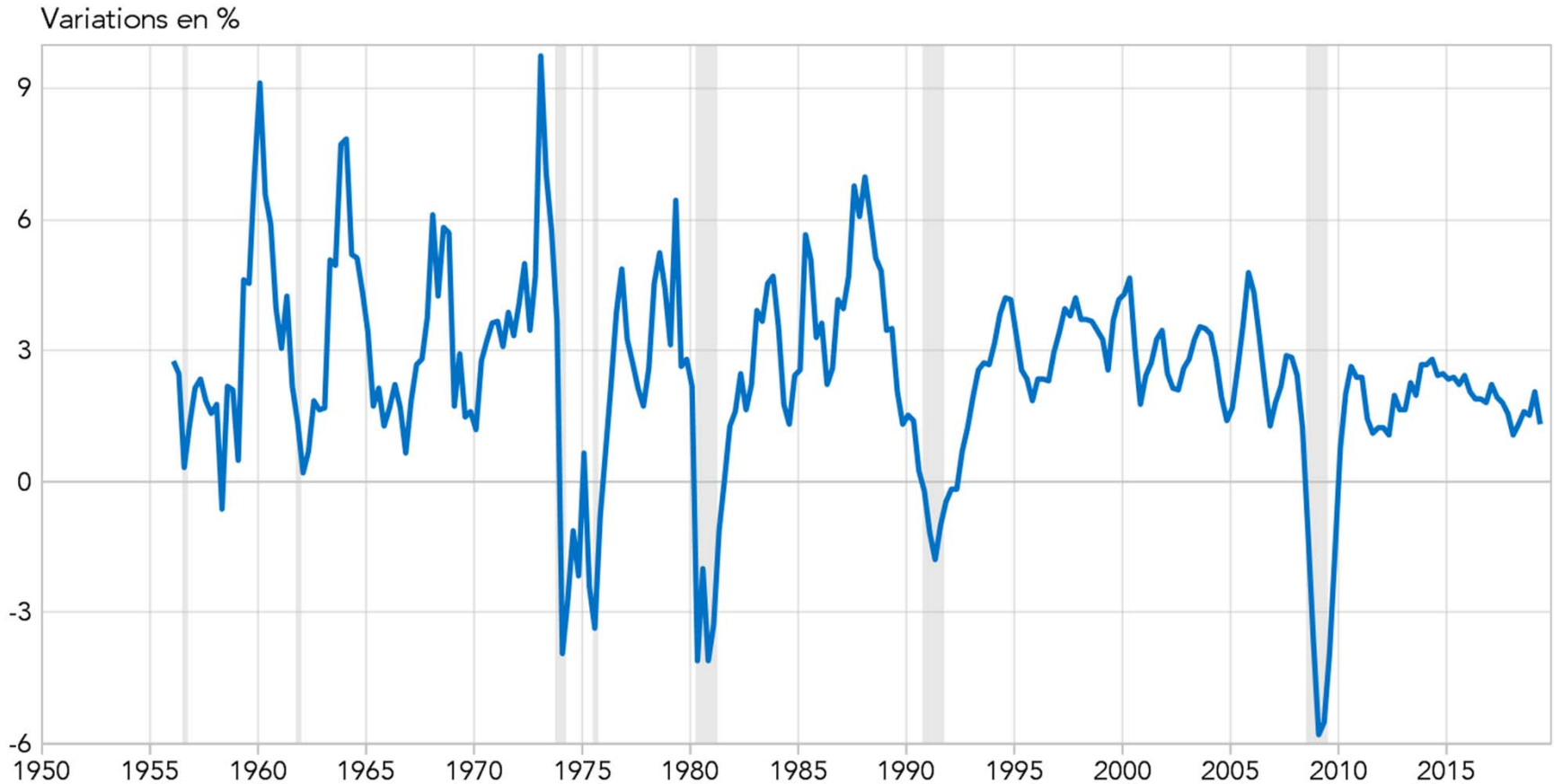
Source : Bureau Of Economic Analysis

© Coe-Rexecode

Le Royaume-Uni, à l'économie longtemps archétypale du *stop and go*, a également perdu de sa cyclicité.

Royaume-Uni

Croissance du PIB en volume



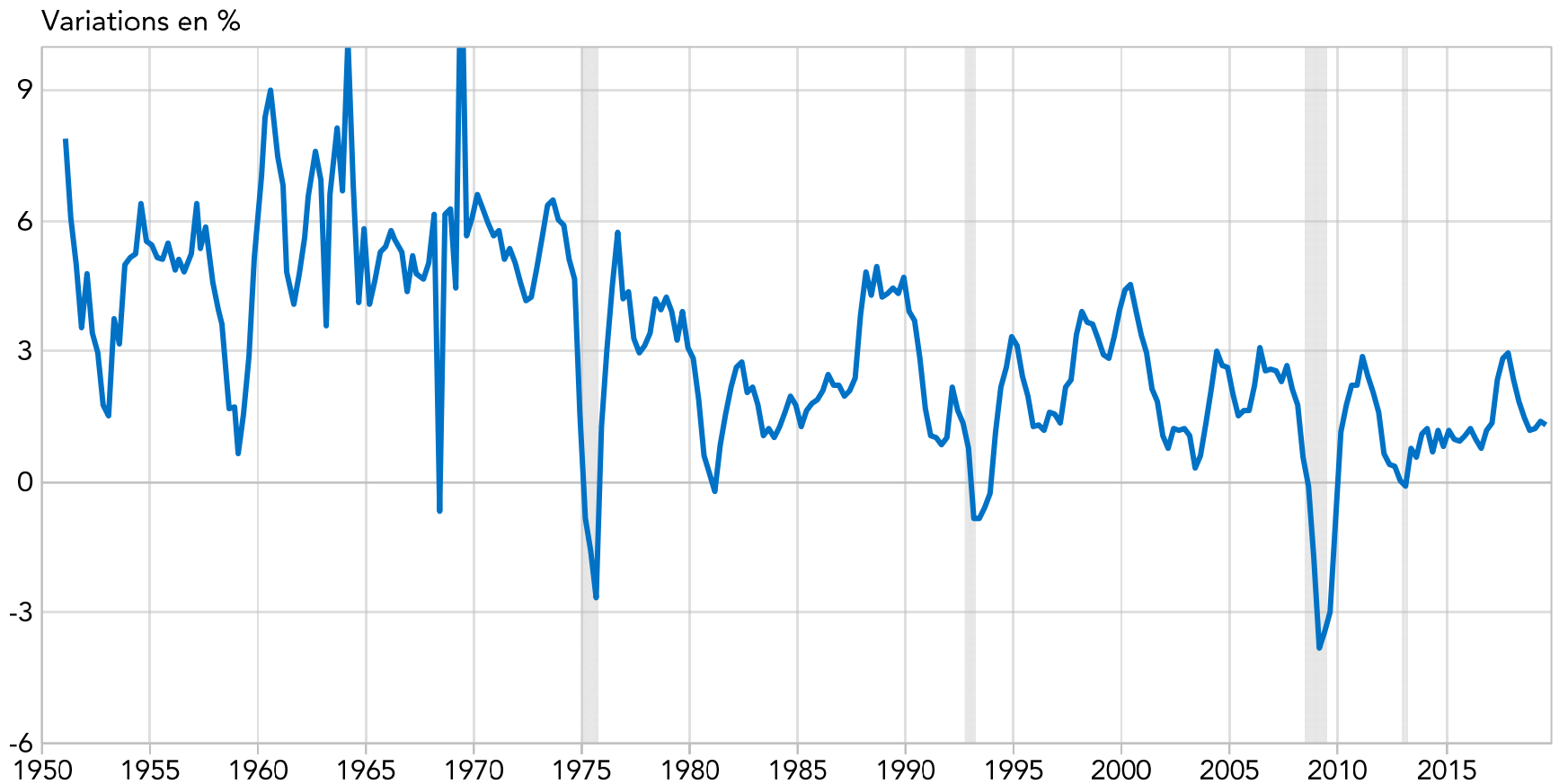
Source : Office for National Statistics

© Coe-Rexecode

Les phases de récession sont plus exceptionnelles en France.

France

Croissance du PIB en volume



Source : INSEE

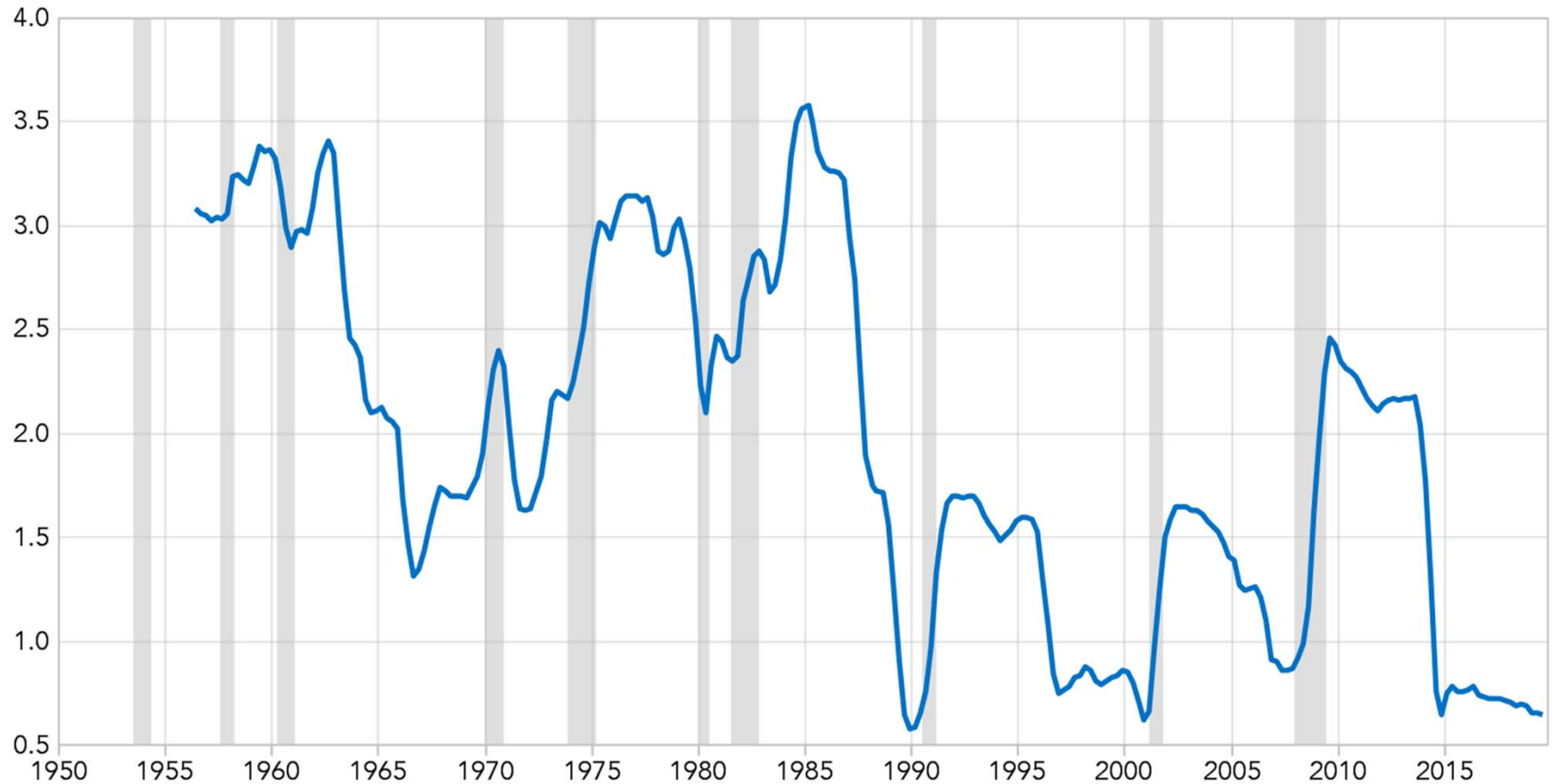
© Coe-Rexecode

Le cycle économique : une question atemporelle et universelle ?

- ✓ Préoccupation très anglo-saxonne, ex NBER
- ✓ La cyclicité des économies diffère : Etats-Unis, économie très cyclique, Royaume-Uni (stop and go associé aux politiques économiques)
- ✓ Intérêt très ... cyclique pour l'analyse du cycle : foisonnement dans les années 1920, délaissement après 1945, retour en force dans les années 1970 avec la théorie du Real business Cycle.
Interrogation contemporaine sur sa présumée disparition.
- ✓ Les économies sont devenues beaucoup plus inertes. Les manifestations du cycle sont amorties. L'effet de surprise s'atténue... **sauf évènement exceptionnel !**

La « volatilité » du cycle économique est au plus bas aux Etats-Unis.

Etats-Unis : Ecart-type de la variation sur un an du PIB calculé sur 5 ans glissants

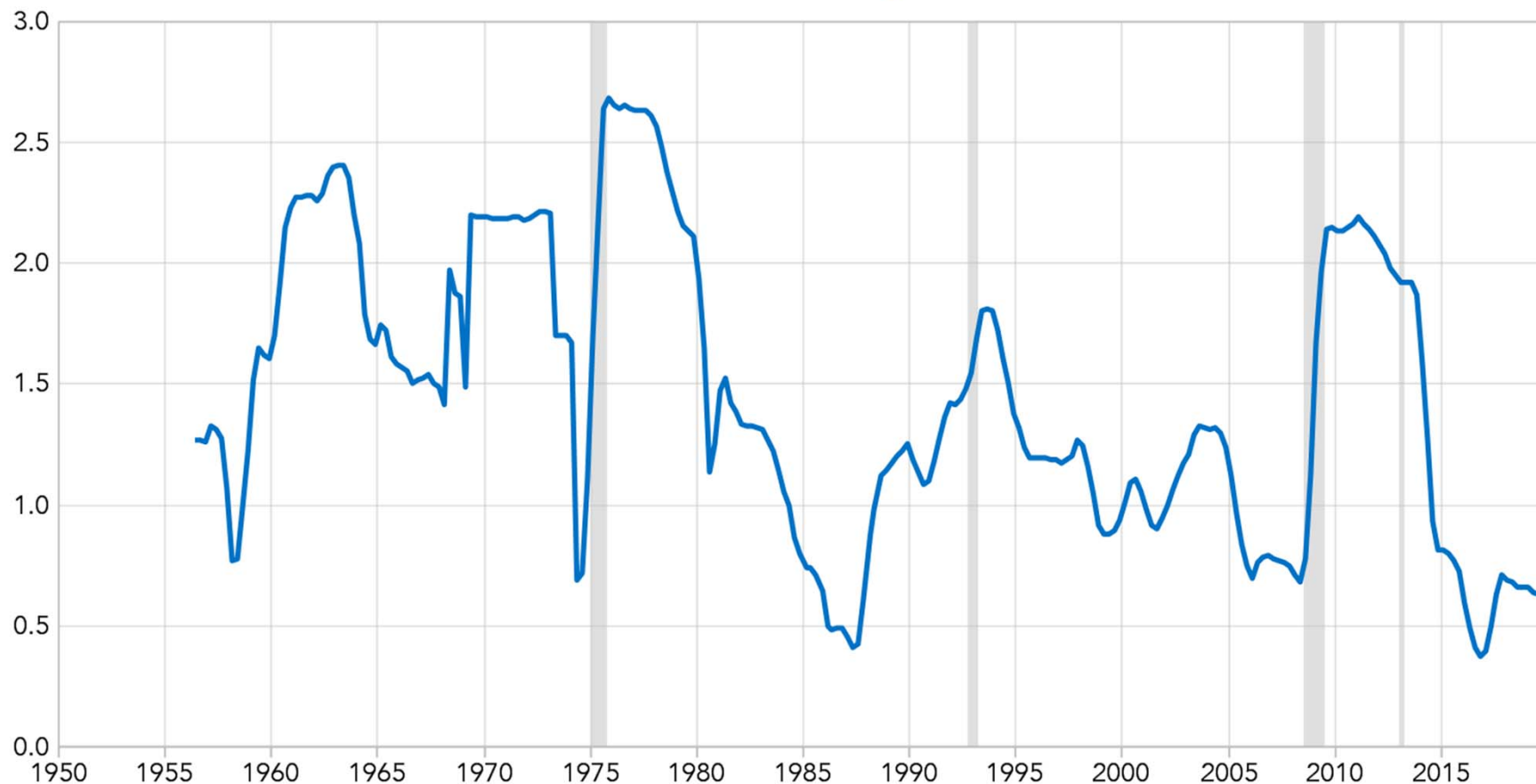


Source : BEA - Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce

© Rexecode

La volatilité de la croissance est historiquement plus faible en France. Son inertie relative s'accroît.

France : Ecart-type de la variation sur un an du PIB calculé sur 5 ans glissants



Source : calcul Rexecode depuis Insee, comptes nationaux trimestriels

© Rexecode

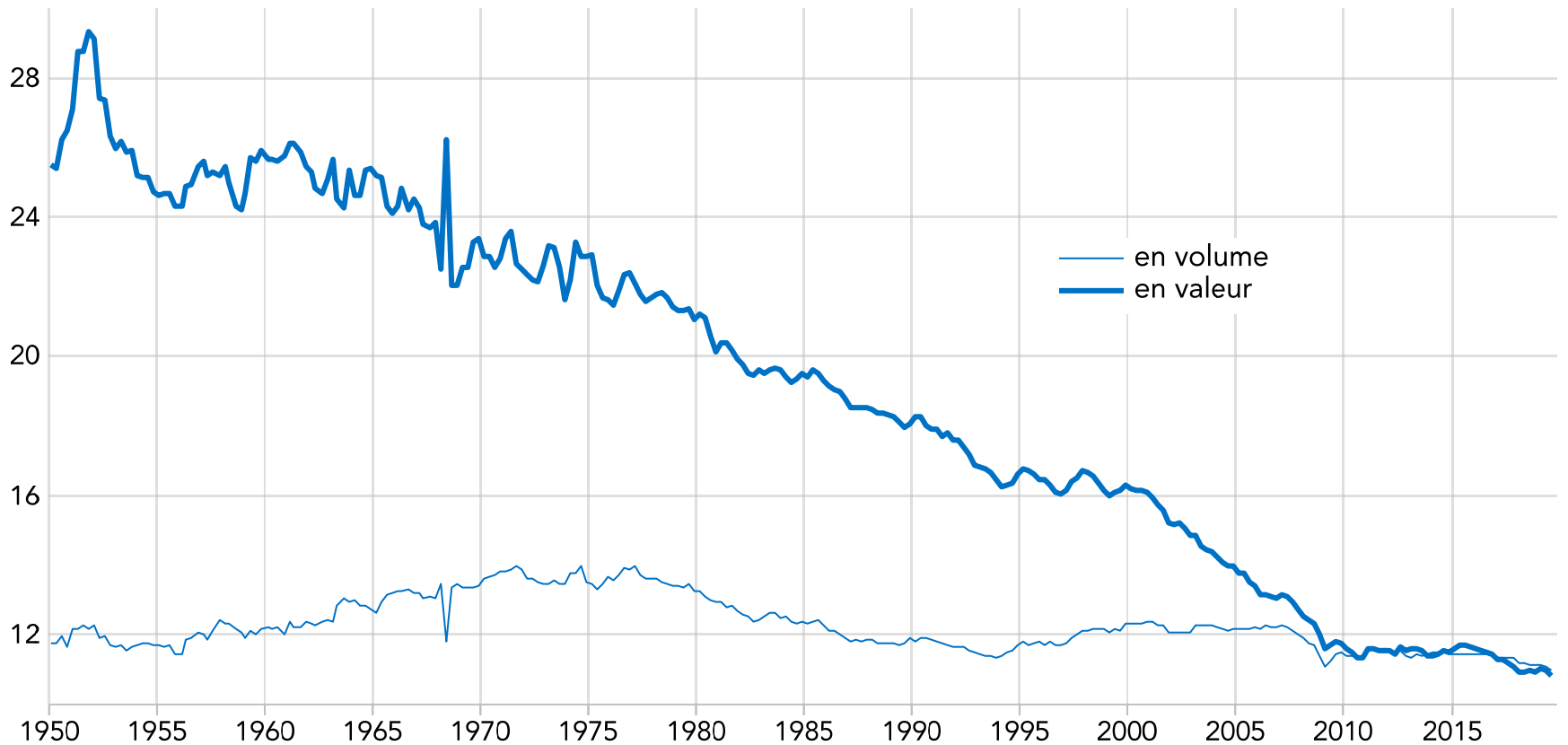
3 pistes d'explication à la moindre volatilité économique :

1. le poids de l'industrie, secteur cyclique par excellence, s'est amoindri.

France

Poids de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière

en % de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie



Source : Insee

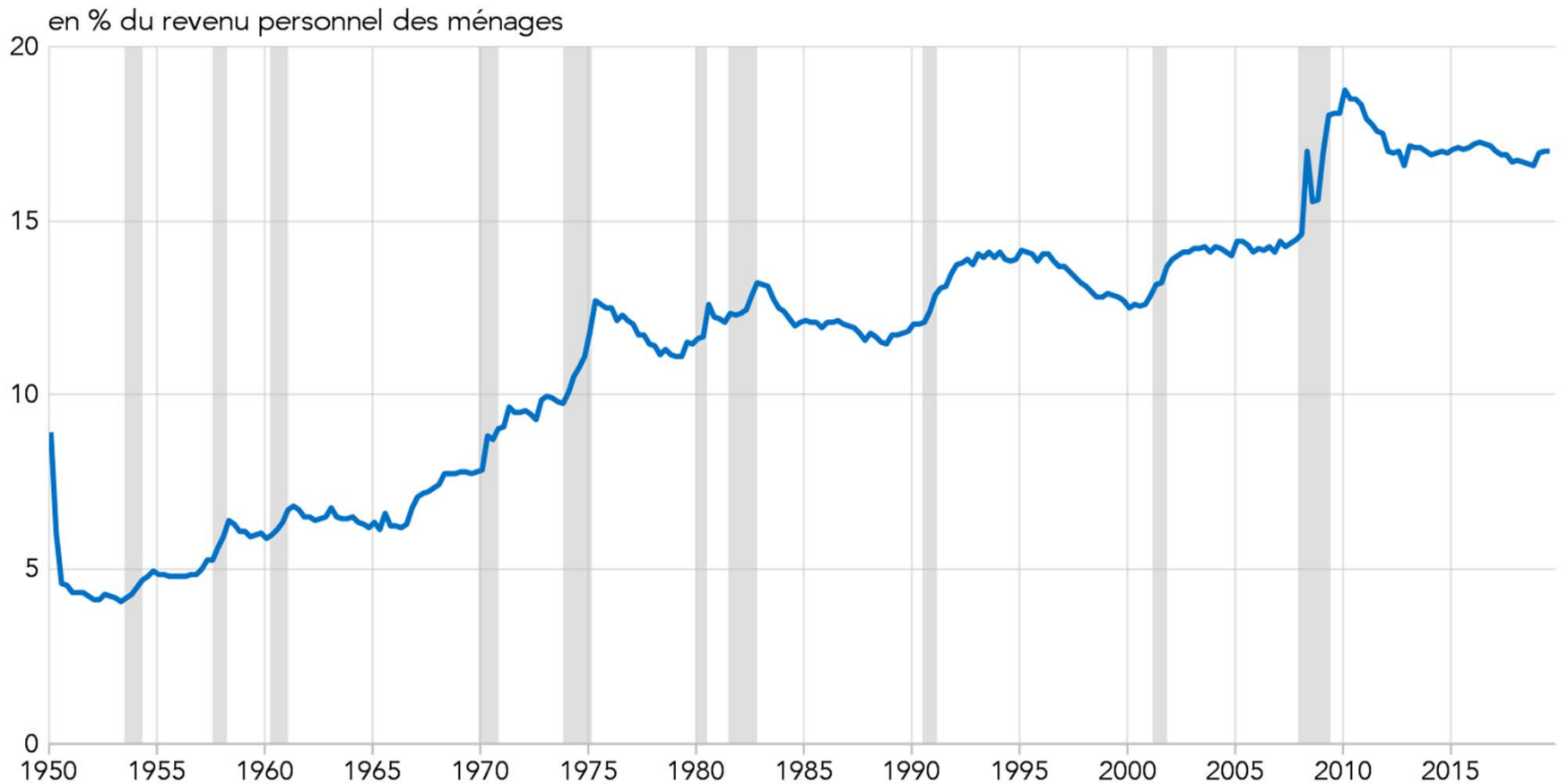
© Rexecode

3 pistes d'explication à la moindre volatilité économique :

2. le poids des systèmes d'assurance sociale permet de lisser l'évolution des revenus et donc stabilise le niveau de la demande.

Etats-Unis

Part des transferts courants dans le revenu des ménages



Source : BEA

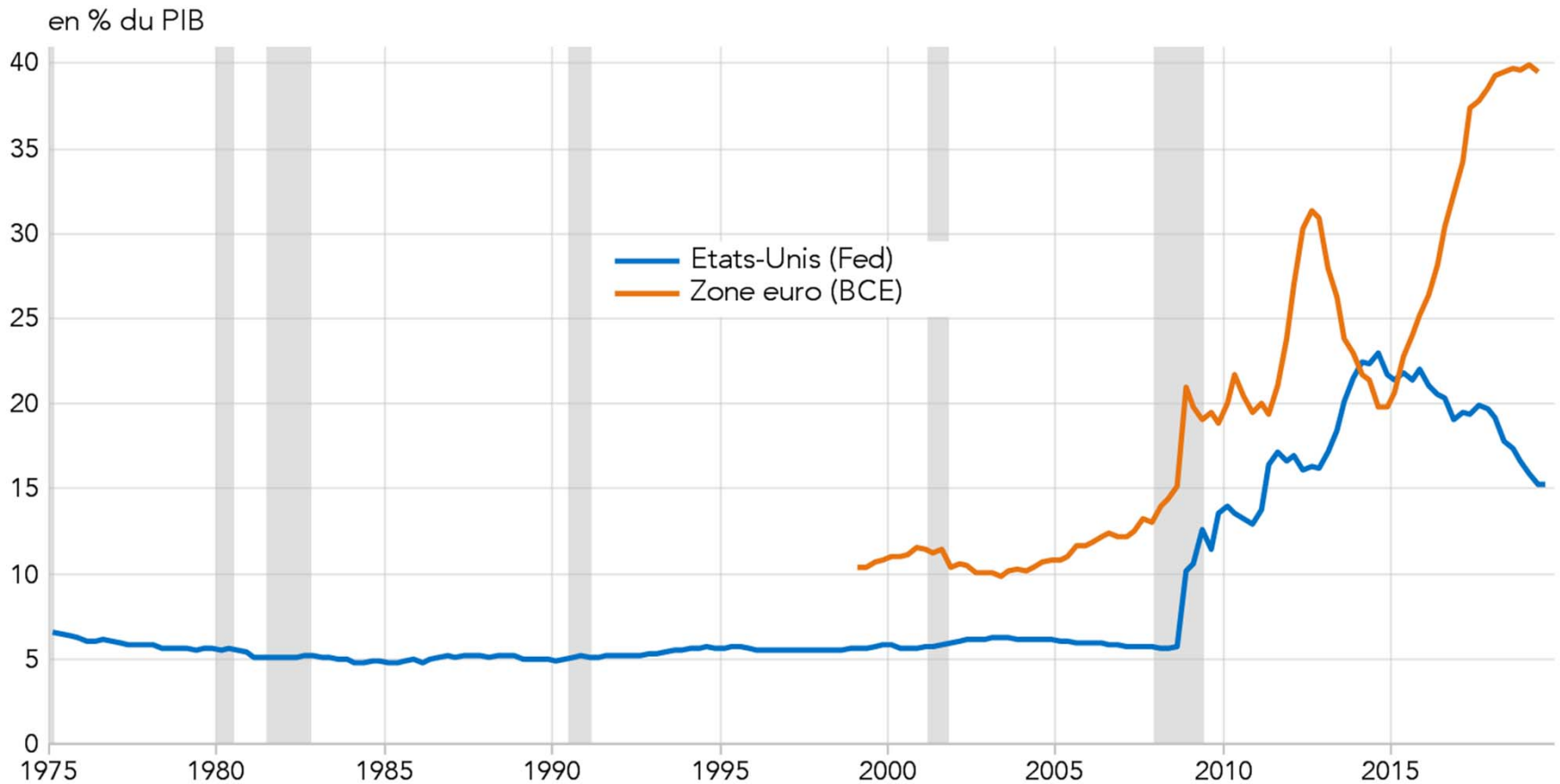
© Rexecode

3 pistes d'explication à la moindre volatilité économique :

3. l'efficacité des politiques de réglage conjoncturel au prix d'un gonflement du bilan des banques centrales.

Etats-Unis et zone euro

Taille du bilan de la banque centrale



Source : Fed, BEA, BCE, Eurostat

© Rexecode

Le cycle économique : une question atemporelle et universelle ?

- ✓ Préoccupation très anglo-saxonne, ex NBER
- ✓ La cyclicité des économies diffère : Etats-Unis, économie très cyclique, Royaume-Uni (stop and go associé aux politiques économiques)
- ✓ Intérêt très ... cyclique pour l'analyse du cycle : foisonnement dans les années 1920, délaissement après 1945, retour en force dans les années 1970 avec la théorie du Real business Cycle.
Interrogation contemporaine sur sa présumée disparition.
- ✓ Les économies sont devenues beaucoup plus inertes. Les manifestations du cycle sont amorties. L'effet de surprise s'atténue... sauf évènement exceptionnel.
- ✓ **Mais les récessions n'ont pas disparu. Leurs racines sont nichées dans les conditions de formation de la phase de croissance. Elles procèdent toujours de phénomènes originaux dans leur localisation. La représentation du cycle masque le caractère toujours original de l'évènement qui marque la rupture entre une phase d'expansion et une phase de récession.**

Agenda

1 Disparition ou atténuation du cycle ?

2 Les analyses empiriques et théoriques du cycle

3 Quels référentiels pour la tendance autour de laquelle s'enroule le cycle ?

4 Comment apprécier la position dans le cycle aujourd'hui ?

Les formes du cycle

- ✓ Initialement : alternance de phases d'expansion et de dépression autour d'une tendance plate. Signes opposés selon les phases pour la production, les prix et l'emploi

Crise = point de retournement de la conjoncture.

- ✓ **Après 1945**: fluctuations autour d'un trend de croissance qui est positif. Alternance de phases d'expansion et de ralentissement

Crise = point d'inflexion du rythme de croissance

Les temporalités diverses du cycle économique

- ✓ Ktichin : cycle des stocks ou **cycle mineur** (3/4 ans)
- ✓ Juglar : **cycle d'investissement** ou cycle des affaires (8/10 ans)
- ✓ Kuznets : période typique d'accumulation des ressources productives (env. 20 ans)
- ✓ Kondratieff : **cycles longs** ou cycle d'innovation (50/60 ans)

Période d'expansion (phase A, 20 ans) puis phase de récession primaire (10 ans), puis phase de dépression (phase B, 20 ans).

3 caractéristiques aux **mouvements longs** de l'activité économique :

- non spécifiques à un pays
- concernent l'ensemble des secteurs d'activité
- l'indicateur de retournement de la conjoncture est l'évolution des prix. Inflation en phase A puis déflation en B : taux d'intérêt réel très positif.

- ✓ Empiriquement, les catégories de cycle peuvent se combiner entre elles

Cinq catégories anciennes d'explication : les cycles comme régularités du système économique

- ✓ Théories monétaires pures
- ✓ Théories du surinvestissement (Marx, Hayek, Aftalion). Processus d'accumulation/dévalorisation du capital
- ✓ Théories de sous-consommation (Malthus, Sismondi)
- ✓ Théories psychologiques (Keynes)
- ✓ Théories des cycles agricoles (Jevons)

L'endogénéité des fluctuations économiques

Rationalisation post 1945 par l'analyse keynésienne.

Les fluctuations de l'activité économique sont le résultat :

1. **de la dynamique de l'investissement**, (interaction entre le multiplicateur et le principe d'accélération de l'investissement, Samuelson),
2. **de la répartition des revenus**, (salaires vs taux de profit, Goodwin)
3. **des variations de l'offre de crédit.**

Interaction entre économie réelle et système financier. Quand le taux d'endettement devient supérieur à la capacité de remboursement, alors le moment d'inflexion est proche (Minsky).

Les phases de croissance sont propices à une sous-estimation des risques et au développement du financement externe. Le rapport entre charges de la dette et profits escomptés tend à augmenter : les prêteurs deviennent circonspects et haussent les taux d'intérêt.

Les fluctuations économiques comme résultat de chocs exogènes.

Auteurs néo-classiques : cycle est la conséquence de perturbations exogènes au fonctionnement d'une économie de marché.

Les fluctuations de l'activité économique sont le résultat de décisions pleinement volontaires à des chocs exogènes : études en termes de cycles d'équilibre.

- 1. Les fluctuations de l'activité constituent la réaction optimale des agents à un choc monétaire, dès lors que l'information est imparfaite. Perception individuelle d'une variation du prix relatif de son produit quand un choc de politique monétaire déplace le niveau général des prix (Lucas).**
- 2. Des chocs de nature réelle (innovation par exemple) sur une économie à l'équilibre suffisent à produire des chocs. Modification de l'arbitrage entre travail et loisir en réponse à un choc de productivité (existence de chômage volontaire).**

Agenda

- 1 Disparition ou atténuation du cycle ?
- 2 Les analyses empiriques et théoriques du cycle
- 3 Quels référentiels pour la tendance autour de laquelle s'enroule le cycle ?
- 4 Comment apprécier la position dans le cycle aujourd'hui ?

Autour de quel tendancier de croissance, le cycle s'enroule-t-il ? Le repérage des facteurs de la croissance.

Croissance comme combinatoire de jeux de quantités et de gains en efficacité des combinaisons de facteurs.

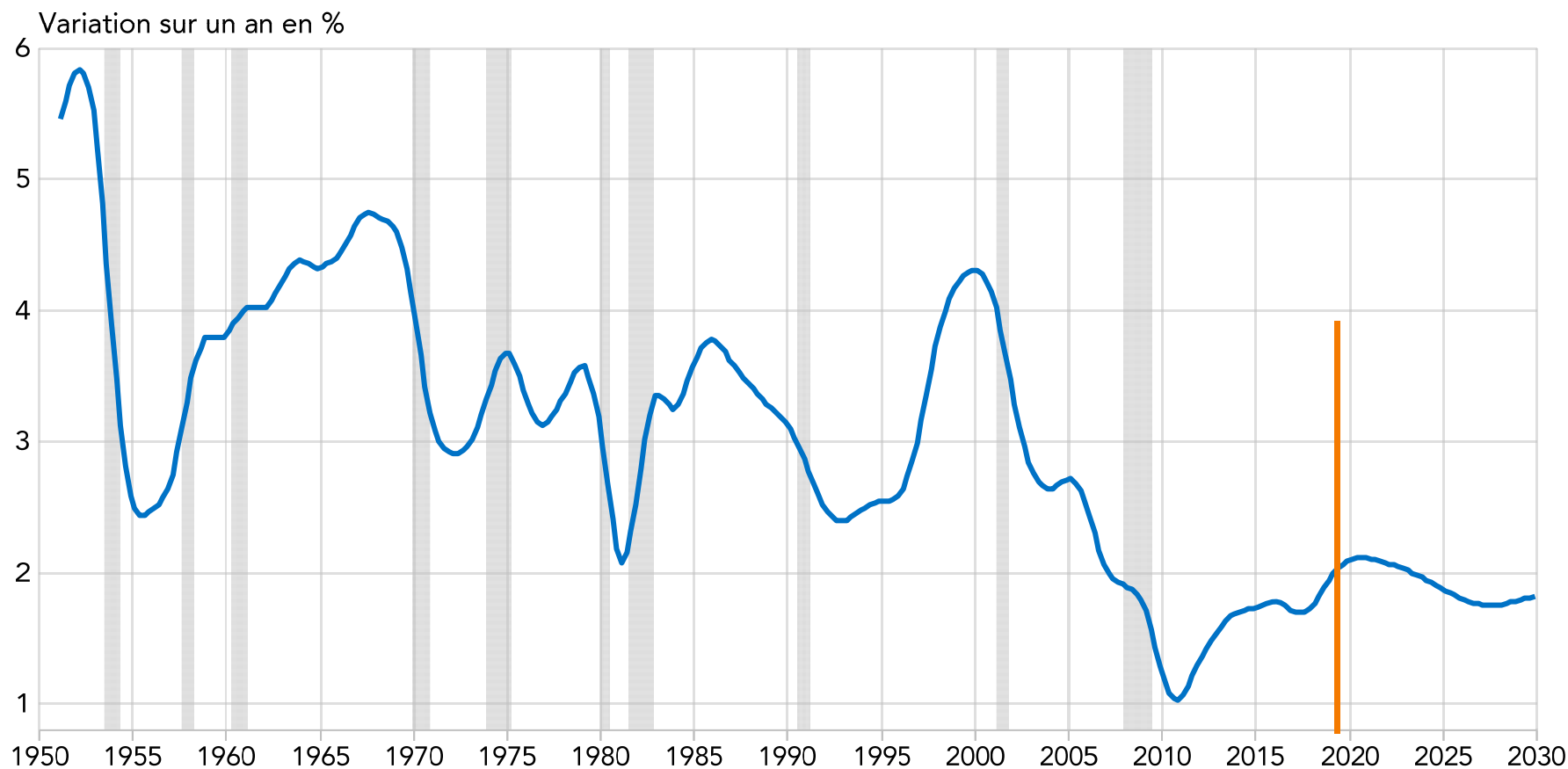
- ✓ Quantité de facteurs :
 1. offre de travail : dépend de la démographie (structure de la population), des incitations (taux d'activité), des règles du marché du travail (durée du travail).
 2. stock de capital : dépend du rythme de l'investissement et des flux d'amortissement économique.

- ✓ Gains en efficacité des systèmes économiques : les gains de productivité ou la mesure de notre ignorance. Effet du progrès technique et de sa diffusion, de l'optimisation des organisations, progrès manageriaux....

L'affaiblissement du tendanciel de la croissance, ou plutôt de la croissance potentielle.

Etats-Unis

Croissance du PIB Potentiel



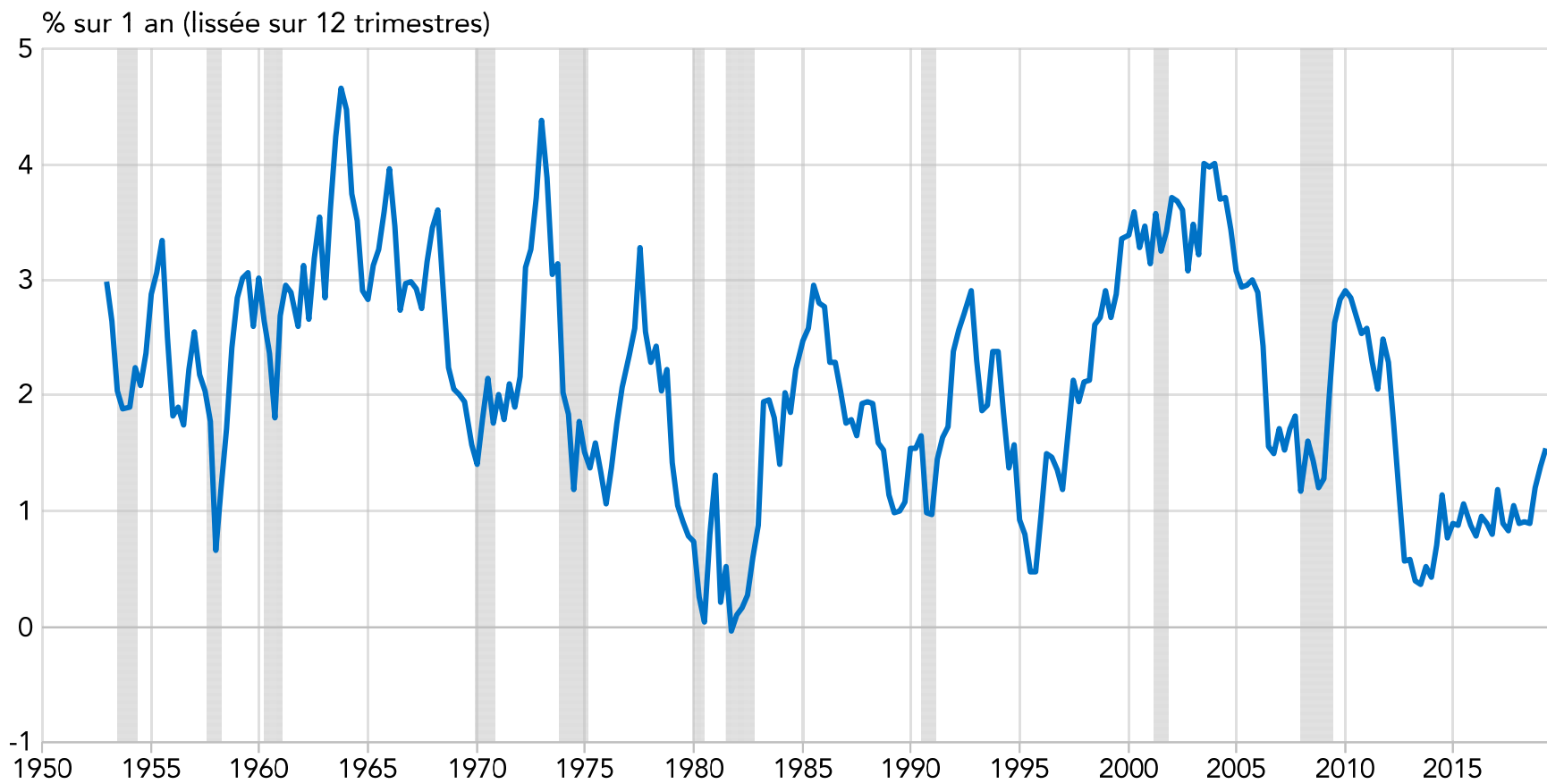
Source : Congressional Budget Office

© Rexecode

Les gains de productivité ont tendanciellement faibli. C'est la principale explication au ralentissement tendanciel de l'activité.

Etats-Unis

Productivité horaire (Secteur privé non agricole)



Source : Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor

© Rexecode

Les éléments d'explication du ralentissement des gains de productivité.

- ✓ Ralentissement, voire inversion, du processus de réallocation intersectorielle vers les secteurs à forts gains ou niveau élevé de productivité.
- ✓ Thèse du sous-investissement en infrastructures (Aschauer).
- ✓ Thèse pro-cyclique: ralentissement de la croissance entraîne le ralentissement des gains de productivité.
- ✓ Thèse de la réglementation, moindre plasticité de l'économie, blocage du processus de destruction créatrice, concentration et monopolisation.
- ✓ Ralentissement des effets de spécialisation avec la stagnation des échanges mondiaux
- ✓ Le changement de système technologique n'emporte pas d'accélération de la productivité tant que les organisations ne s'y sont pas adaptées.
- ✓ Atténuation des effets de rattrapage à l'échelle mondiale...

Agenda

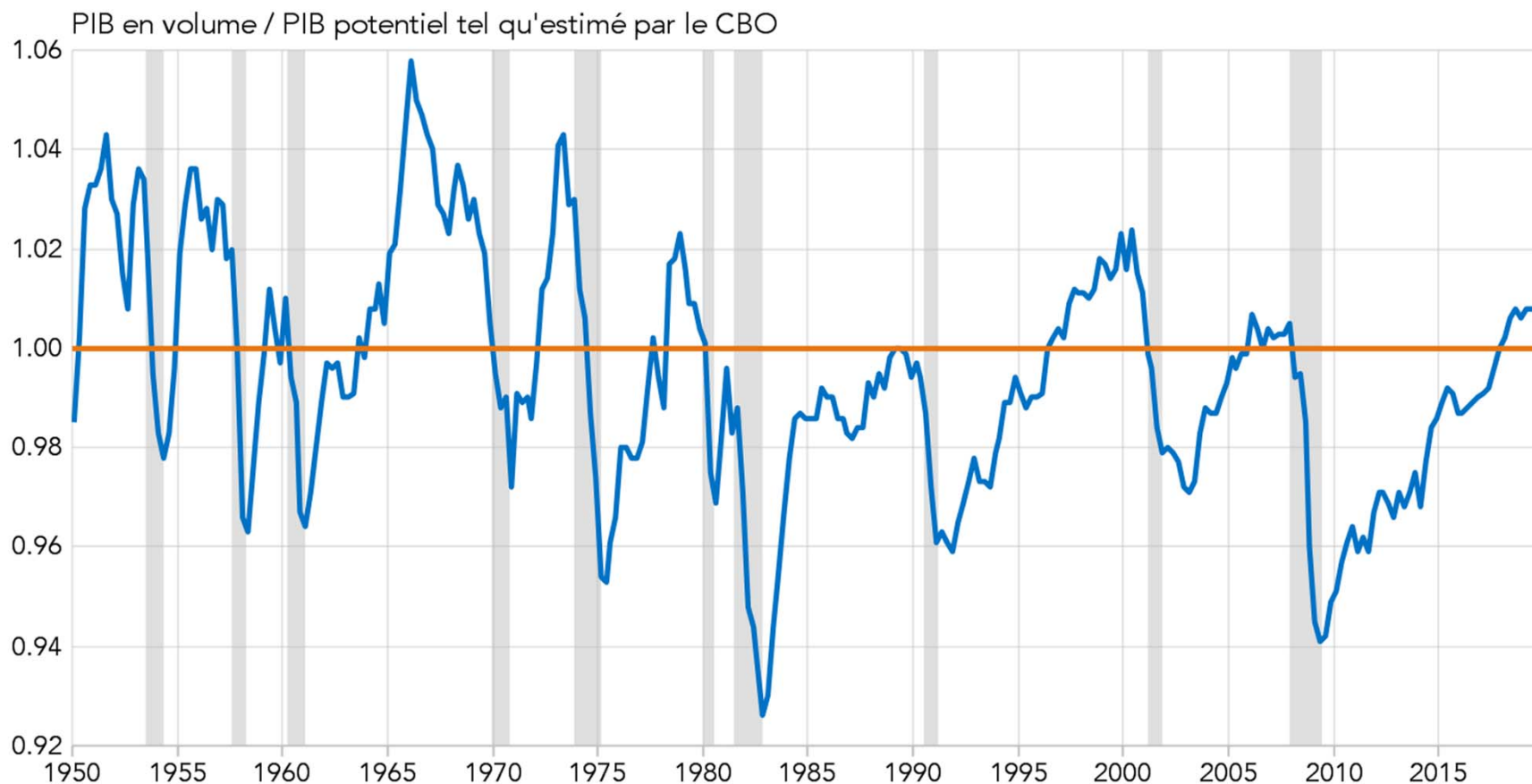
- 1 Disparition ou atténuation du cycle ?
- 2 Les analyses empiriques et théoriques du cycle
- 3 Quels référentiels pour la tendance autour de laquelle s'enroule le cycle ?
- 4 Comment apprécier la position dans le cycle aujourd'hui ?

Quels outils pour repérer les « moments » du cycle ?

L'outil classique : l'écart du niveau d'activité au niveau potentiel...

Etats-Unis

Output gap



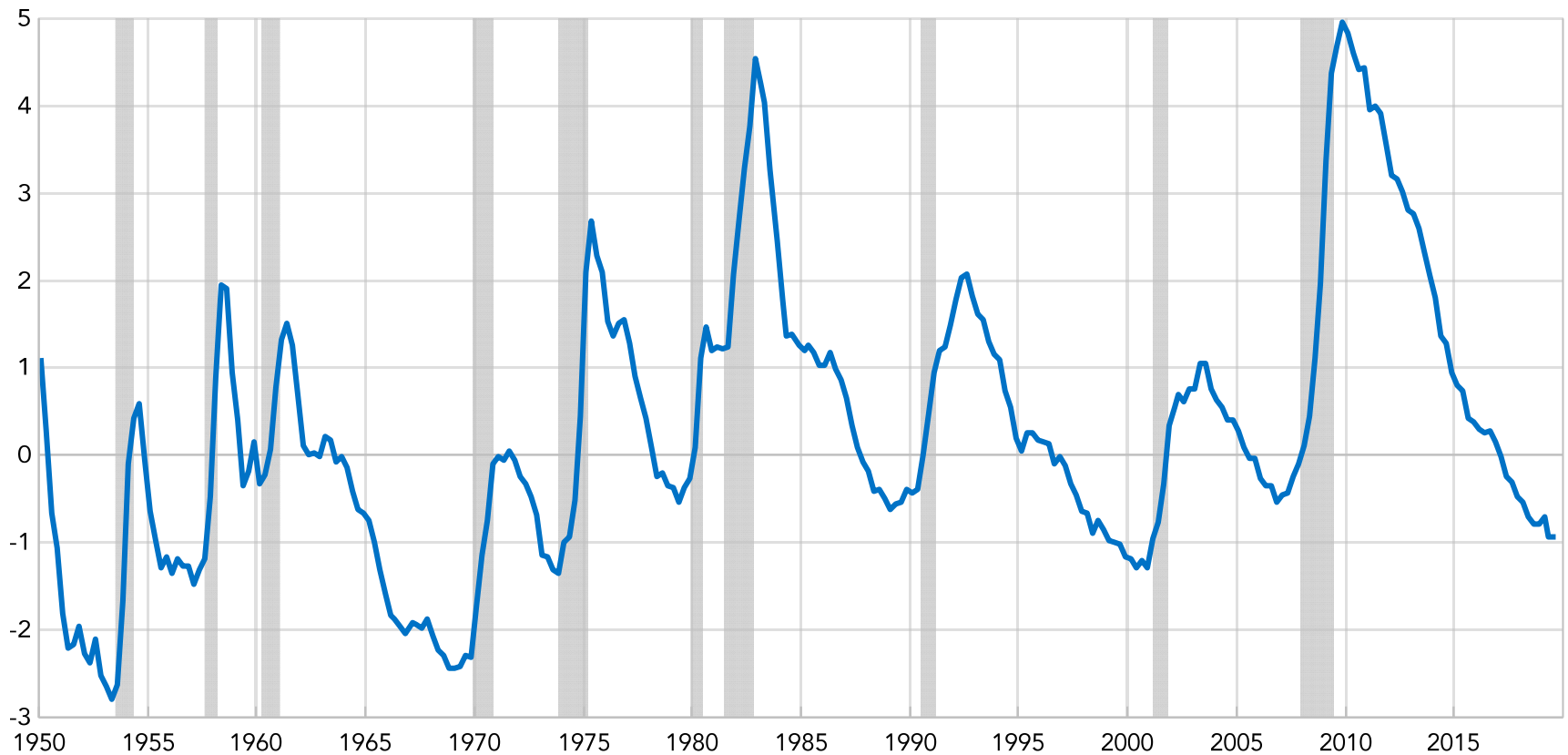
Source : BEA et CBO pour l'estimation du PIB potentiel

© Rexecode

L'écart du taux de chômage au chômage structurel.
Indicateurs sensés illustrer le passage en zone de tensions sur les prix mais dont la portée empirique semble faiblir.

Etats-Unis : Unemployment gap

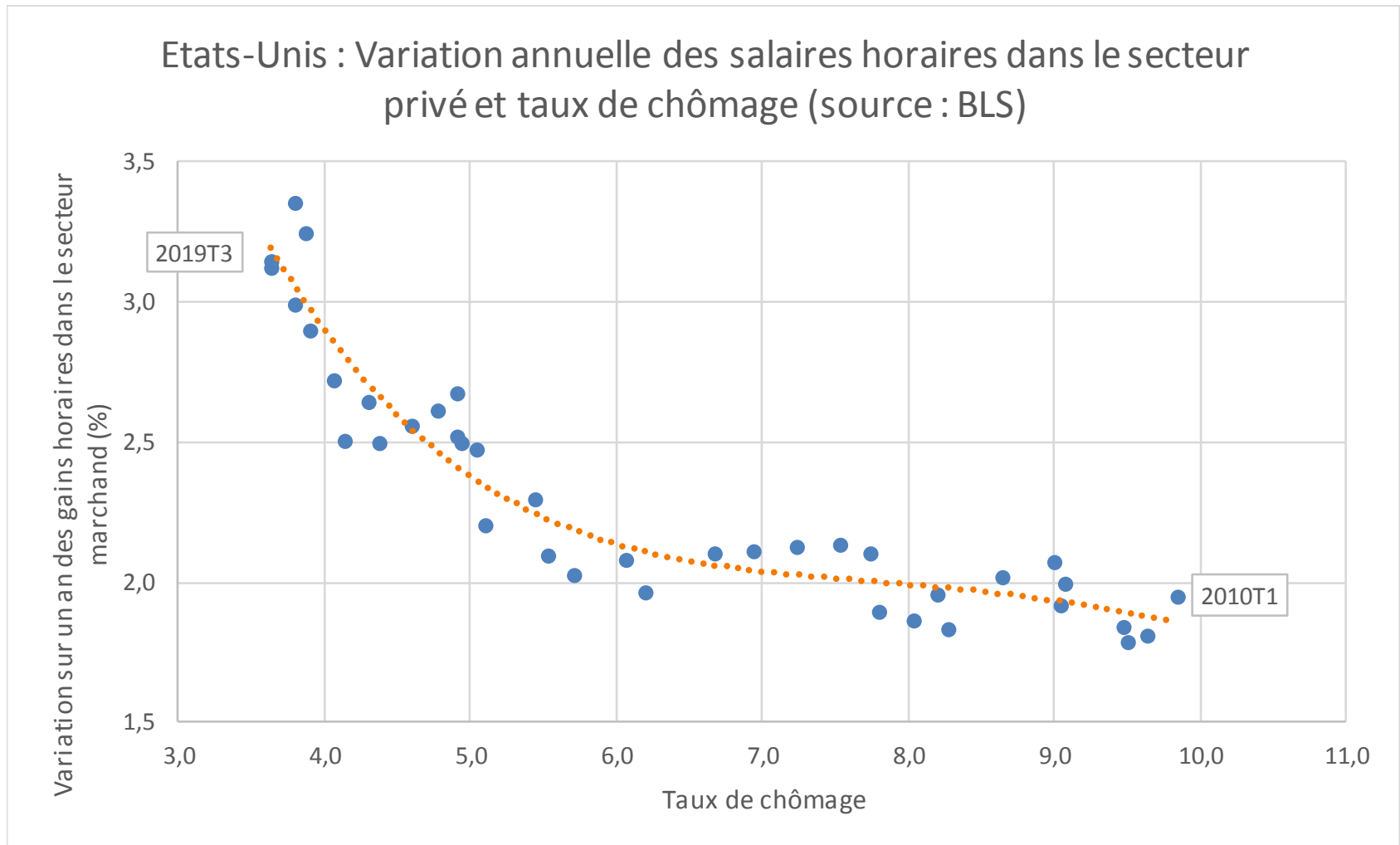
Ecart du taux de chômage au taux de ch. structurel estimé par le CBO



Source : Census Bureau, CBO

© Rexecode

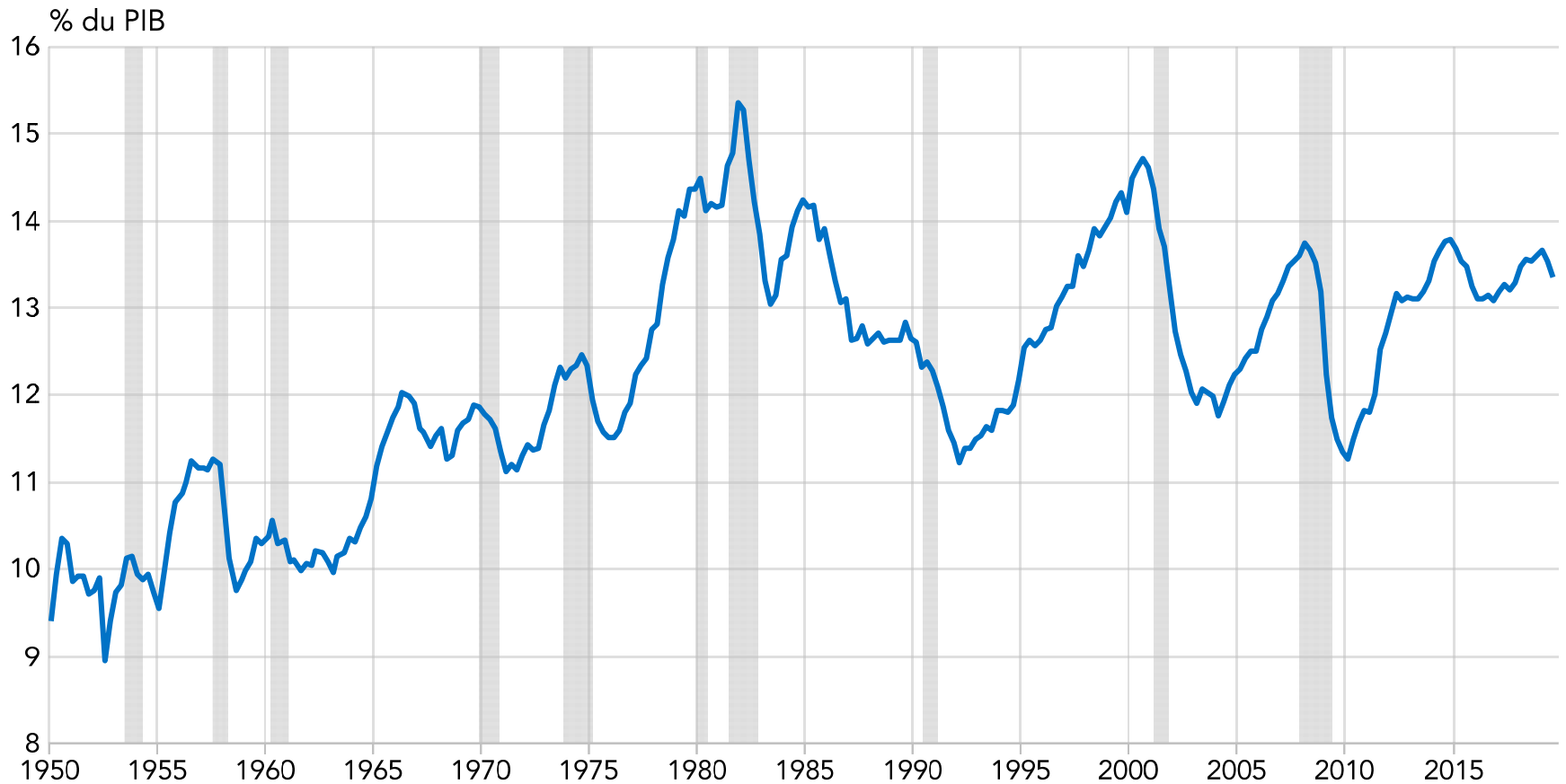
Pourtant, si les prix paraissent inertes, en revanche les salaires accélèrent un peu avec l'affaiblissement du taux de chômage. Le retournement du cycle à *la Goodwin* s'approche-t-il ?



Le phénomène d'accélérateur (à la baisse) s'amorce-t-il avec le ralentissement de l'investissement (effet Samuelson) ?

Etats-Unis

Taux d'investissement productif



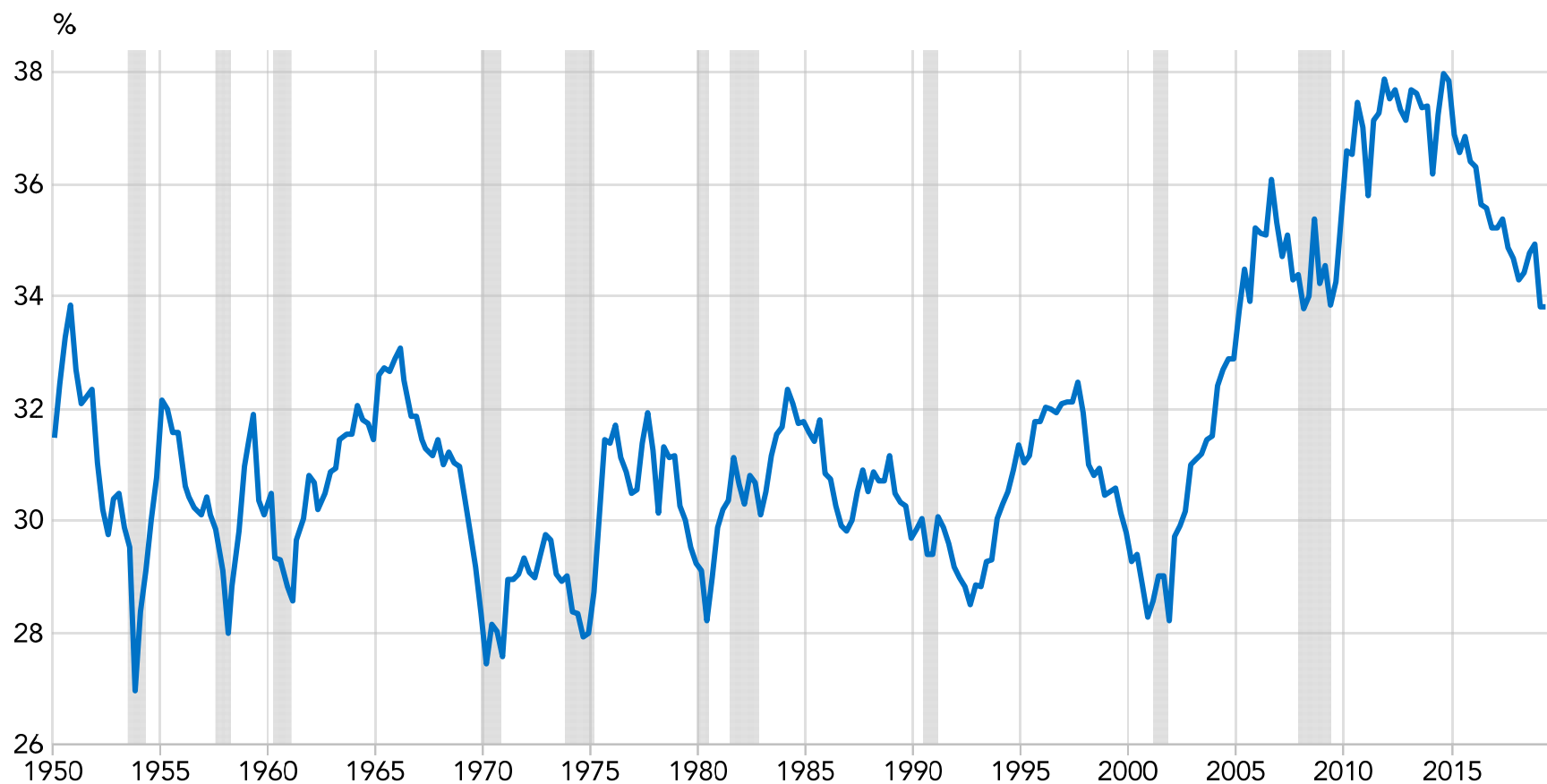
Source : Bureau of Economic Analysis

© Rexecode

Il manque le *Minsky moment*. Certes le taux de marge recule, mais il le fait depuis un point haut ...

Etats-Unis

Taux de marge brute des SNF (valeur ajoutée au coût des facteurs)



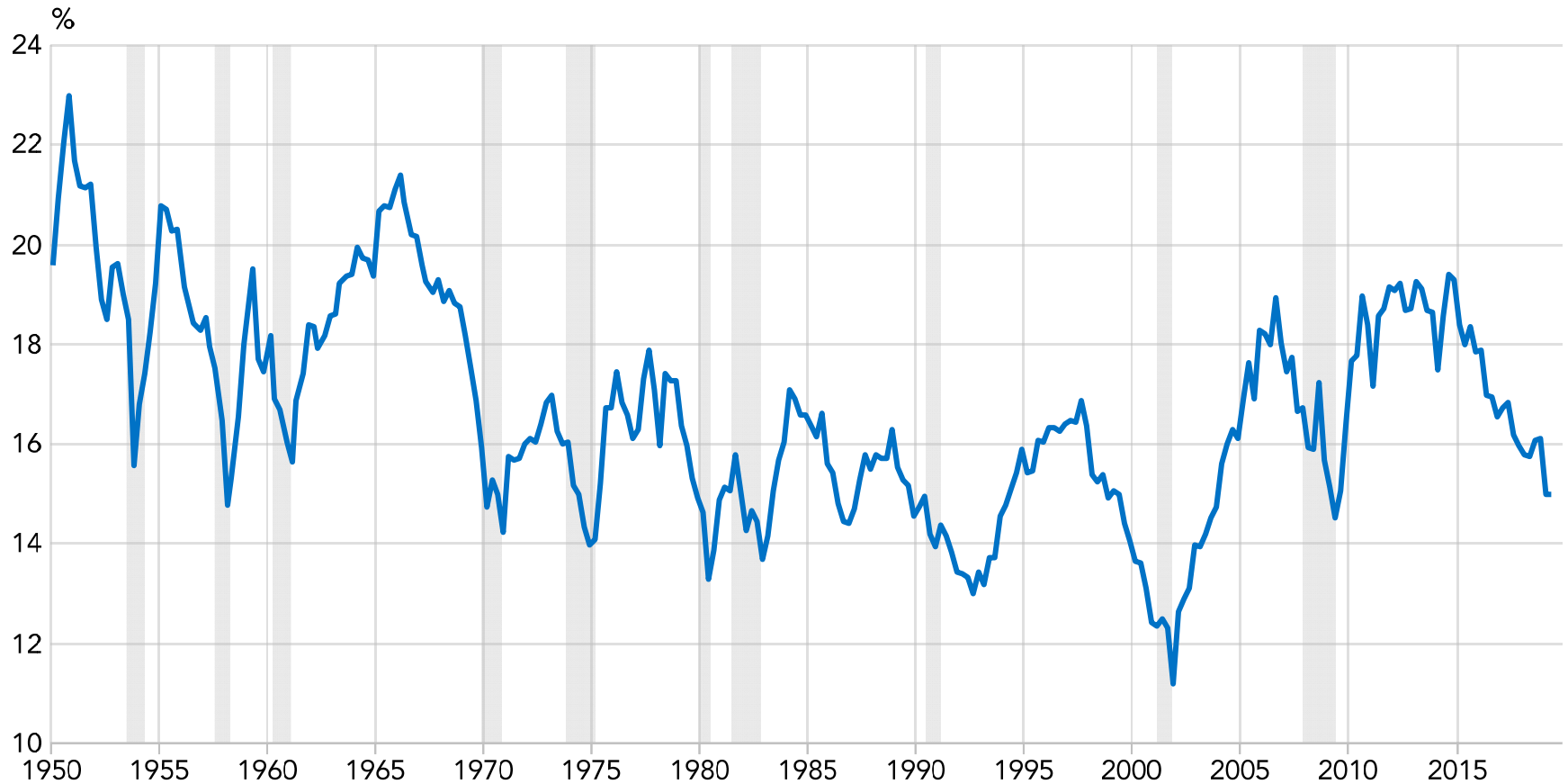
Source : Bureau of Economic Analysis

© Rexecode

... ou plutôt pas si haut que cela si l'on prend en compte la montée du poids des amortissements économiques...

Etats-Unis

Taux de marge nette des sociétés non financières



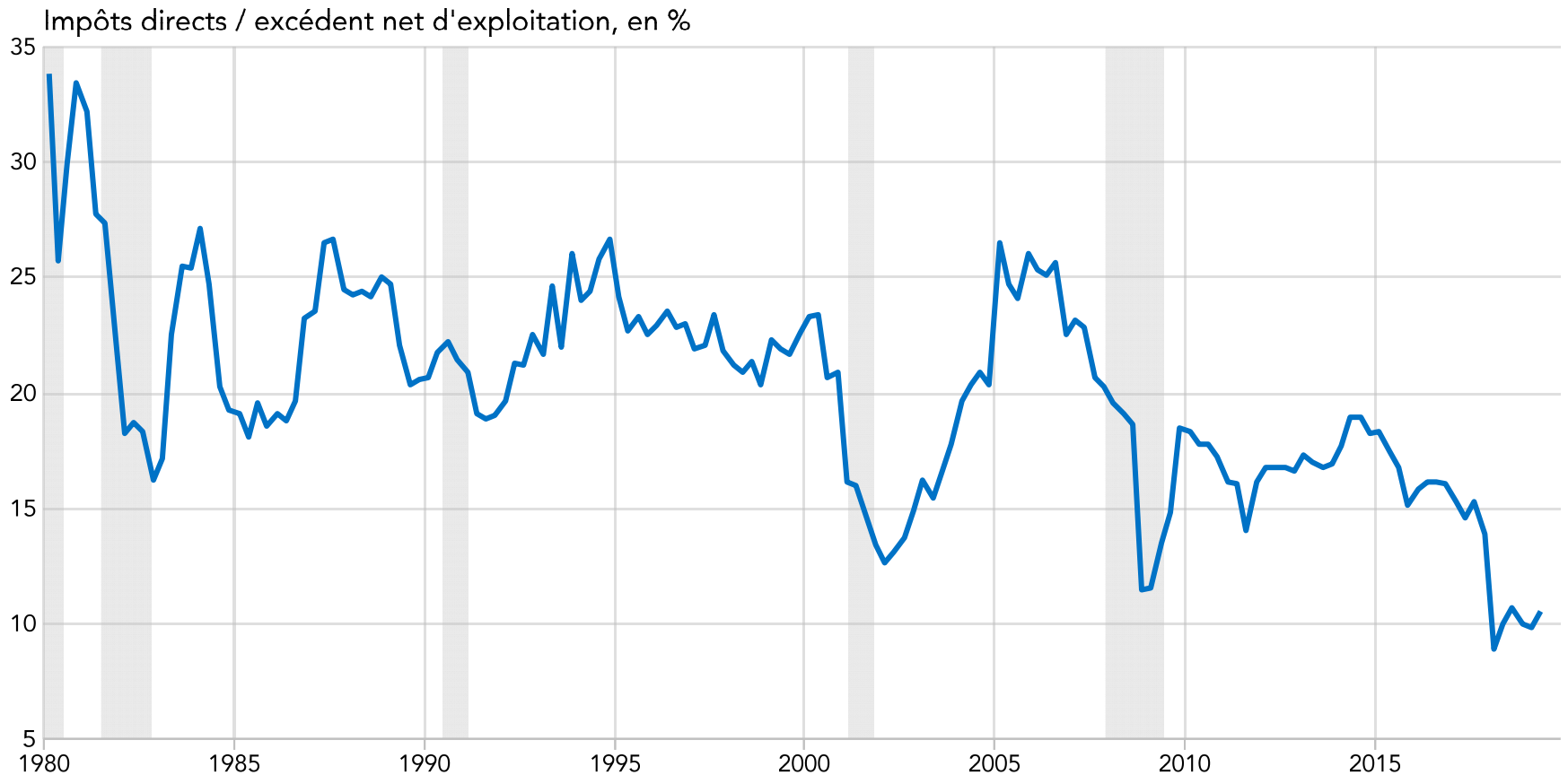
Source : Bureau of Economic Analysis

© Rexecode

... mais la baisse du coût du capital (frais financiers + impôts sur les résultats) permet d'atténuer l'impact de la baisse du taux de marge sur les résultats d'ensemble des entreprises...

Etats-Unis

Taux d'imposition apparent des sociétés non financières



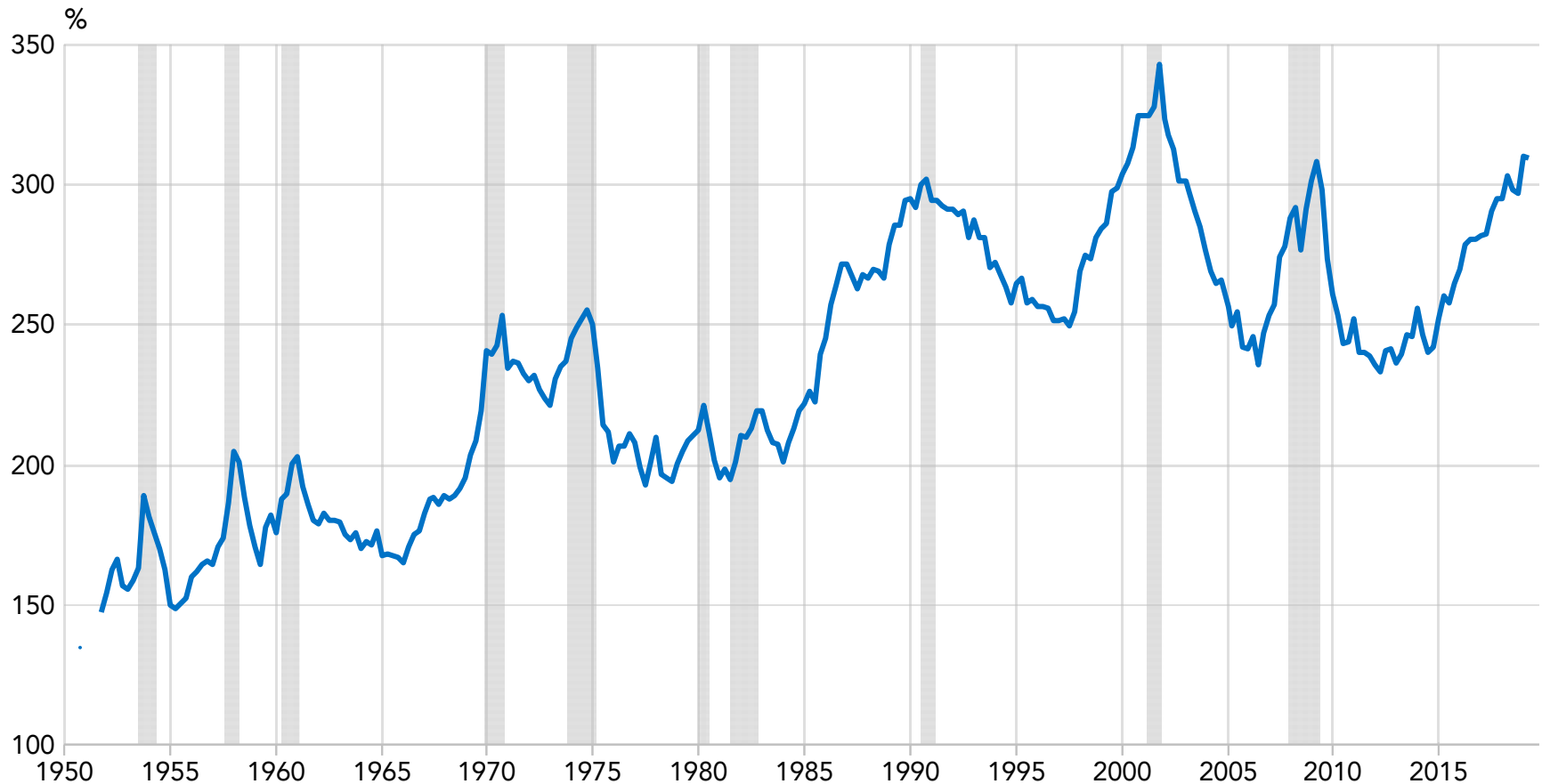
Source : BEA, calcul Rexecode

© Rexecode

L'envolée de l'endettement peut se prolonger ...

Etats-Unis

Dette totale des entreprises non financières rapportée à leur marge d'exploitation



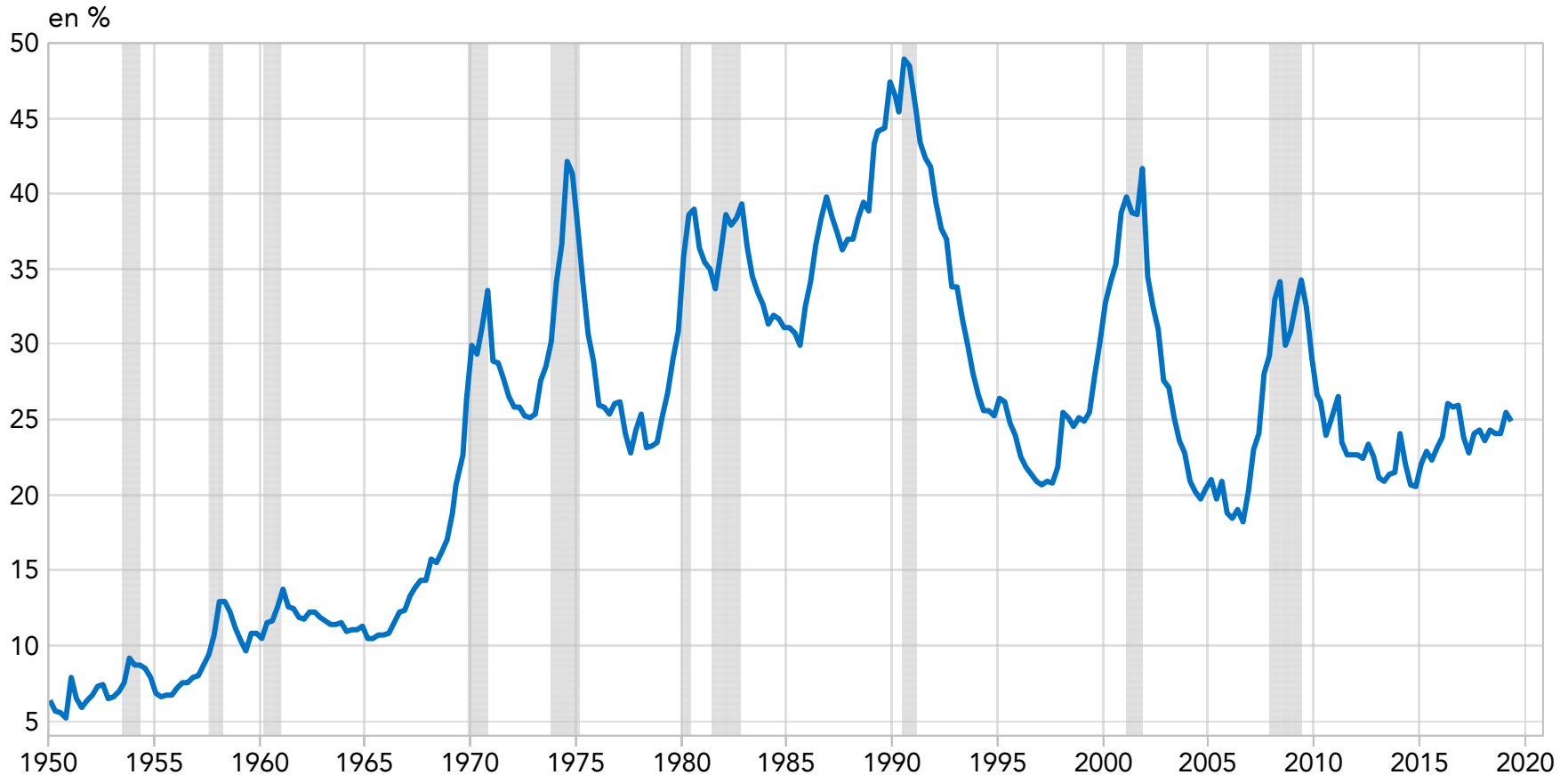
Source : Federal Reserve, Flow of Funds, BEA, national accounts

© Rexecode

...d'autant que le marqueur avancé de toutes les récessions américaines du passé, à savoir la hausse du poids des frais financiers relativement aux résultats, n'est pas au rendez-vous.

Etats-Unis

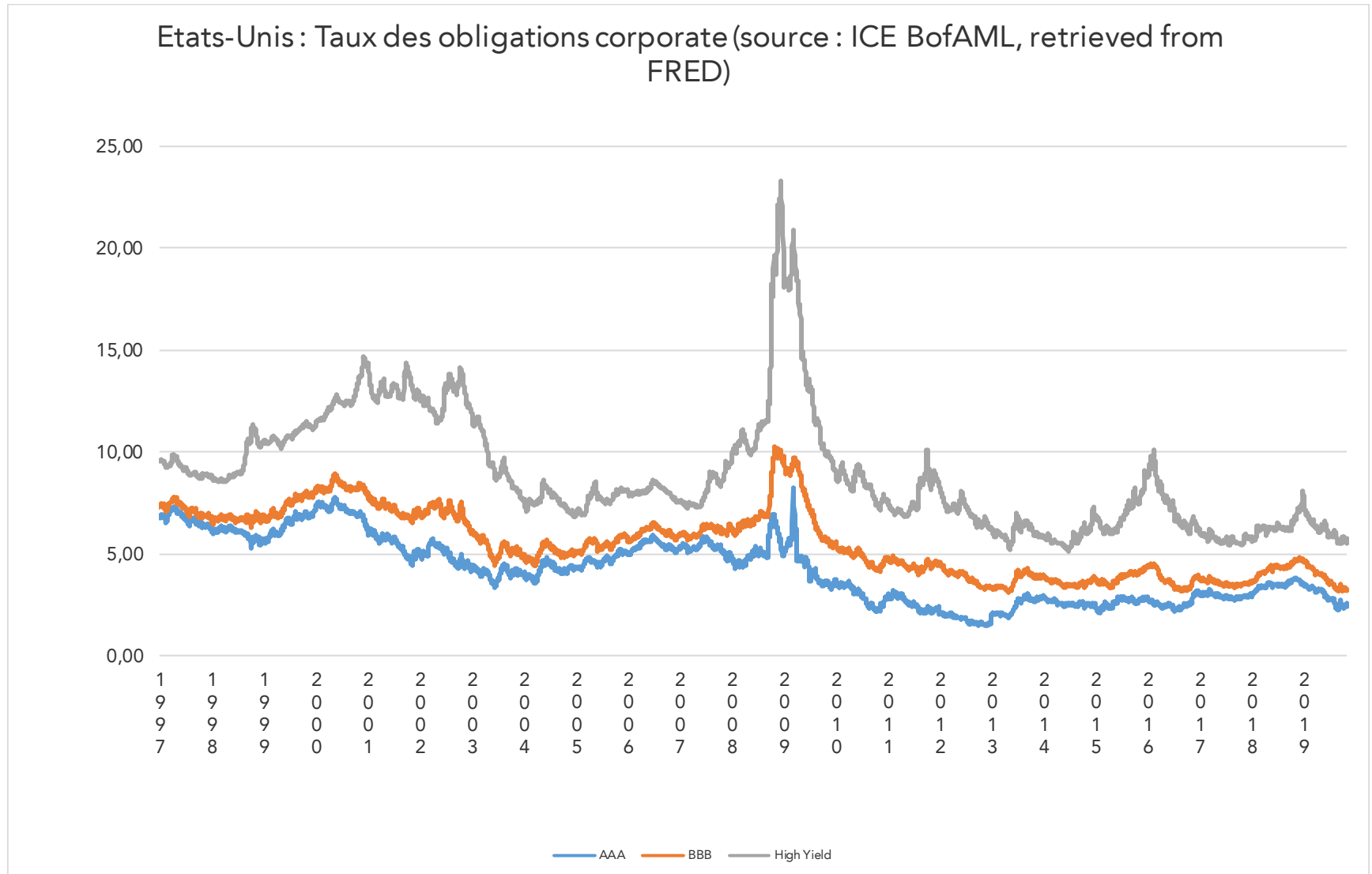
Frais financiers nets / marge des SNF nette d'amortissement et d'impôts



Source : BEA, comptes nationaux

©Rexecode

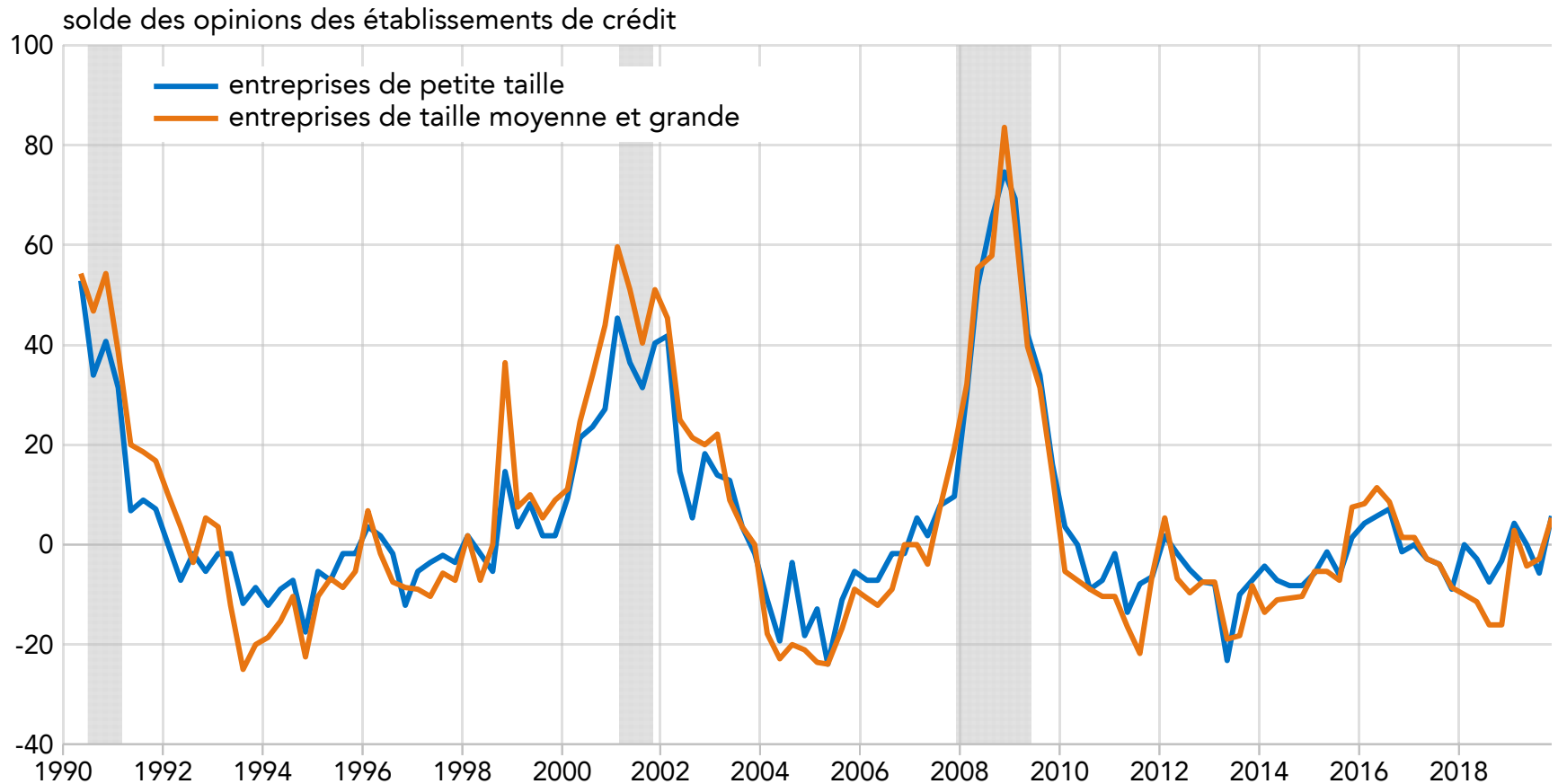
.. tant que les taux d'intérêt ne se redressent pas...



.. et que les prêteurs sont au rendez-vous.

Etats-Unis

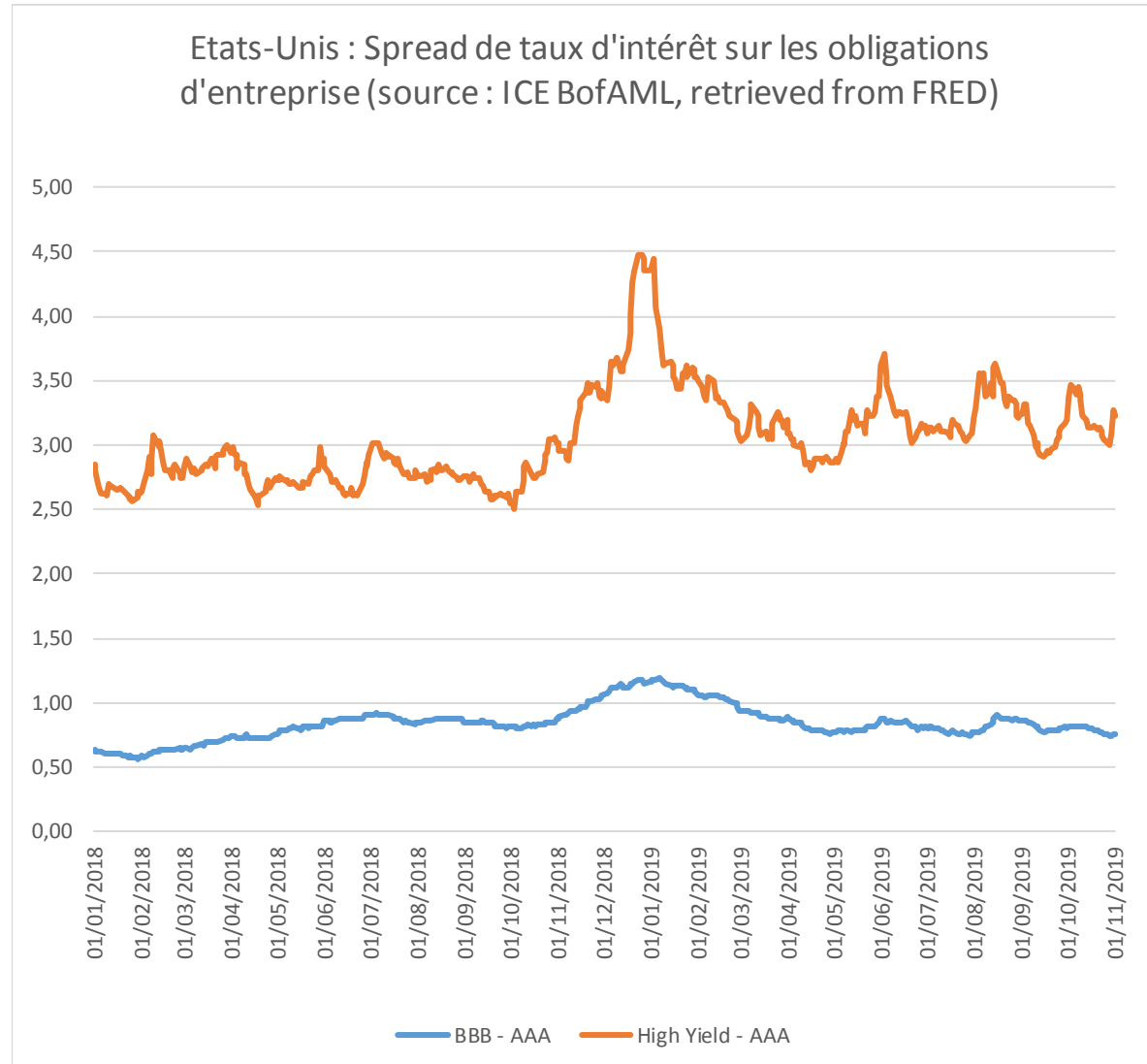
Evolution des conditions du crédit aux entreprises



Source : FED, Senior Loan Officer survey

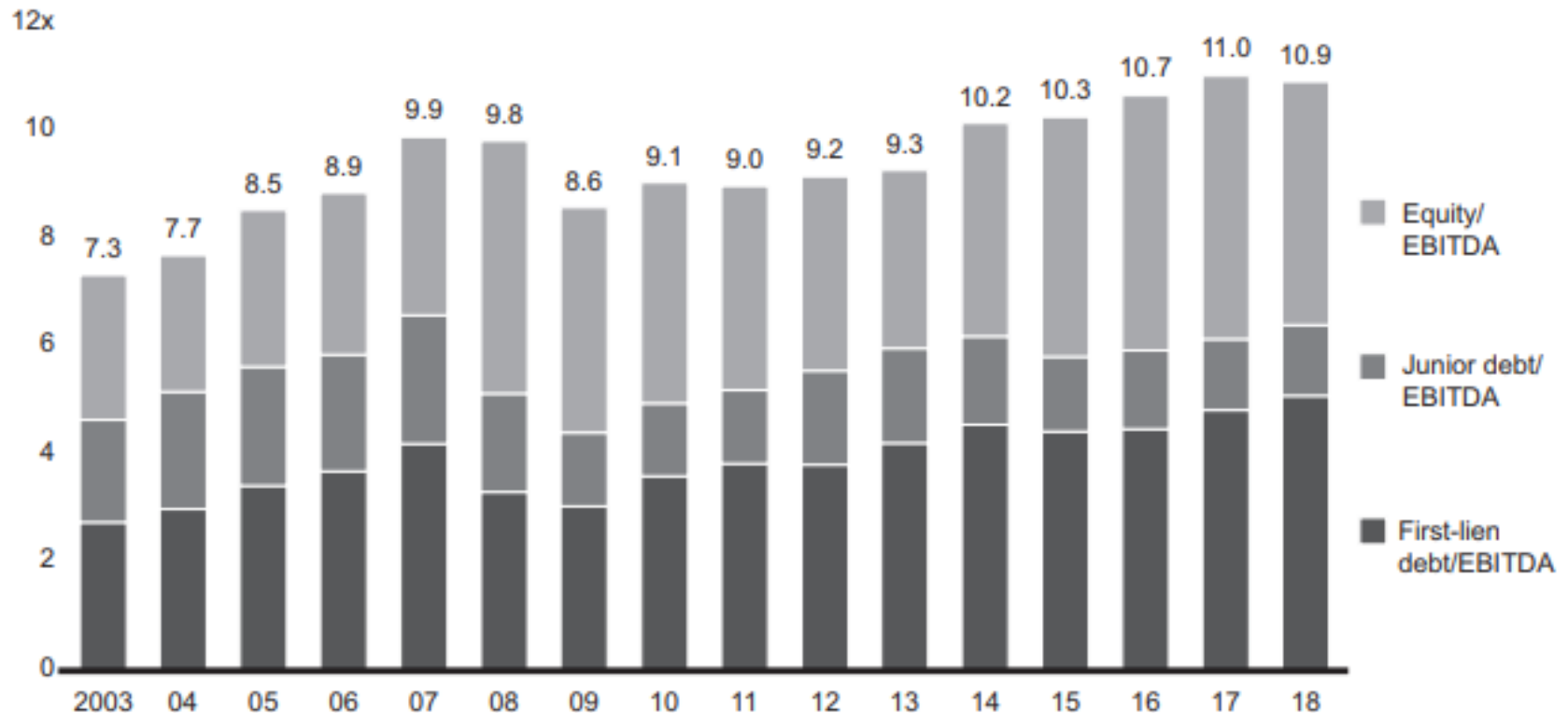
©Rexecode

L'indicateur à surveiller au quotidien : le spread de taux *corporate*.



La récession surviendra le jour où l'on ne croira plus que des entreprises peuvent se racheter 11 ou 12 leur EBITDA. Un fort ralentissement économique pourrait rapprocher cette échéance.

Average EBITDA purchase price multiple for US LBO transactions



Source: LPC

Levier = ratio de la dette totale sur les revenus de l'entreprise avant frais financiers, impôts, consommation de capital et amortissement du capital après émission du prêt.

Conclusion

- ✓ Les cycles sont moins amples, plus amortis que par le passé, les phases d'expansion sont plus longues mais plus molles.
- ✓ Les forces sous-jacentes au cycle ont perdu de leur impact. Les outils contra-cycliques se sont développés.
- ✓ Les déclenchements des retournements échappent à la logique intrinsèque du mouvement économique. **Ses racines sont moins réelles que financières.**
- ✓ C'est le pendant de la translation de l'inflation : elle n'est plus réfugiée sur le marché des biens et services ou des facteurs de production, elle s'est déplacée vers les marchés des actifs (en partie en raison de l'exercice des politiques monétaires de réglage conjoncturel)
- ✓ **Kitchin** a disparu, **Juglar** s'est allongé, **Kondratieff** demeure probablement. Besoin d'une analyse structurelle à la C. Perez pour comprendre comment une phase longue de croissance peut revenir. Une cohérence technologique, institutionnelle et organisationnelle est clé. Besoin d'un néo-Schumpeter.