

Opinions

point de vue

La fin de la "grande modération"

La Tribune.fr - 23/06/2009 À 09:27 - 778 mots



Et si la croissance stable et non inflationniste qui a caractérisé le monde depuis les années 1990 n'avait été qu'une parenthèse historique. La baisse de la volatilité du PIB touche peut-être à sa fin avec la crise et se profile la fin du rêve des banquiers centraux, celui de la "grande modération". Tous les éléments sont en place pour voir revenir une plus forte amplitude des chiffres de croissance et d'inflation, estime l'économiste Philippe Brossard, président de Macrorama.

En observant l'évolution du PIB américain depuis 1929, on est frappé d'une chose : les fluctuations économiques annuelles, jusqu'en 2008, s'amenuisent au fil des décennies. Dans les années 1930, la récession se caractérisait par des reculs du PIB de l'ordre de 8% et la reprise par des croissances du même ordre. Au début des années 2000, la récession (2000-2001) est à peine perceptible. Cette baisse d'amplitude des fluctuations a été mesurée et confirmée de diverses façons.

En mesurant la volatilité du PIB américain annuel par son écart-type sur cinq ans glissants, on constate que cette volatilité a en particulier diminué après 1984, passant de 2% à 1% seulement. Cette baisse se vérifie non seulement pour la croissance réelle de l'économie, mais aussi pour l'inflation ; non seulement pour les Etats-Unis, mais aussi pour les pays du G7. Cette baisse de volatilité a été baptisée la "grande modération" par les économistes Stock et Watson en 2002, référence ironique à la grande dépression, et elle a fait l'objet d'un important débat outre-Atlantique, illustré par un article de Ben Bernanke (2004) avant son accession à la tête de la Réserve fédérale (Fed).

Causes structurelles ou hasard ? Le débat s'est noué autour des causes de cette modération. Trois causes ont été avancées et testées statistiquement. Un, le hasard : la baisse de la volatilité macroéconomique après 1984 serait due à une absence de chocs externes majeurs (comme les crises pétrolières). Deux, les améliorations structurelles des économies, comme, par exemple, la meilleure gestion des stocks autorisée par les nouvelles technologies de l'information, ou la plus grande fluidité du financement autorisée par l'innovation financière. Trois, le perfectionnement des politiques économiques, en particulier de la politique monétaire.

Les économistes de la Fed ont surtout cherché à mettre en évidence ce point : les progrès dans la science économique et le savoir-faire des banquiers centraux auraient permis de contrôler l'inflation en pesant de moins en moins sur l'activité réelle. On peut rajouter une quatrième cause, d'ordre géopolitique : le leadership américain, incontesté depuis les années 1990, s'est doublé, sur le plan financier, d'une acceptation par les marchés et les gouvernements de très grands déséquilibres entre l'épargne et l'investissement mondial (déficit américain croissant ; excédents record du Japon, de la Chine, de l'Allemagne).

Ce consensus a permis d'importer une désinflation massive en provenance des pays émergents, sans brider la consommation américaine, entretenue par un endettement croissant. La crise actuelle est un redoutable arbitre de ce débat. La volatilité du PIB américain aura doublé fin 2009, à 2,3%, contre une volatilité moyenne de 1% pour la décennie 1997-2007. La volatilité de l'inflation (déflateur du PIB) aura également doublé, passant de 0,5% en moyenne sur la décennie, à 1,1% en 2009. Et la volatilité du PIB est plus extraordinaire encore en Allemagne ou au Japon, où le PIB devrait reculer de 6% à 8% cette année.

Retour programmé de la volatilité économique. Réexaminons les causes de la "grande modération" à la lumière de la crise. Les tenants du hasard semblent l'emporter haut la main. "L'essentiel de la réduction [de la volatilité économique] semble lié à la chance, caractérisée par des chocs économiques de moindre importance ; force est donc d'accepter cette conclusion dérangeante : le calme des quinze dernières années pourrait bien n'être qu'une parenthèse avant le retour à une histoire économique plus agitée", écrivaient prophétiquement Stock et Watson en 2002.

Ensuite, les changements structurels, comme la gestion des stocks ou l'innovation financière, semblent avoir été de fantastiques amplificateurs de la volatilité économique récente. Troisièmement, les politiques macroéconomiques semblent bien avoir un effet modérateur. Les Etats-Unis, où l'activisme monétaire et budgétaire a été le plus développé, résistent mieux que la zone euro (dont le PIB devrait plonger de 5% en 2009), où les interventions économiques ont été moindres. Mais n'arrive-t-on pas aux limites des politiques économiques, avec des taux d'intérêt presque nuls et un endettement public tendant vers 100% du PIB pour les Etats-Unis et la zone euro ?

Enfin, le consensus sur le recyclage de l'épargne excédentaire des pays exportateurs en prêts à faible taux d'intérêt aux pays consommateurs semble se fissurer à l'occasion de cette explosion des dettes publiques. Celles-ci deviennent désormais très sensibles à la moindre fluctuation d'humeur des marchés obligataires internationaux.

Tous les éléments semblent en place pour une remontée durable de la volatilité de la croissance et de l'inflation. Les remèdes apportés à la crise, par leur dimension inouïe, peuvent provoquer une amplification graduelle des fluctuations économiques, demandant à chaque moment du cycle une action plus extraordinaire pour conjurer la récession ou juguler de nouvelles bulles spéculatives. L'économie mondiale est comme un navire dont la cargaison désarrimée amplifie progressivement le mouvement de roulis. Jusqu'à le faire chavirer ?

Philippe Brossard, économiste, président de Macrorama

