

Accepter la réalité de la stagnation séculaire

De nouvelles stratégies s'imposent pour remédier à l'atonie de la croissance, la faiblesse des taux d'intérêt et l'absence d'inflation

Lawrence H. Summers



PHOTO: RALPH ALSWANG

IL EXISTE UNE DIFFÉRENCE fondamentale entre les théories des sciences naturelles et les théories des sciences sociales : une fois validées, les premières se vérifient en tout temps et en tout lieu. En revanche, la pertinence des théories économiques dépend du contexte. La théorie de Malthus sur la disponibilité alimentaire était valable pour les millénaires qui l'ont précédée, mais ne l'était plus après la révolution industrielle. Les idées de Keynes étaient beaucoup plus pertinentes durant la crise économique de 1929 que pendant la période inflationniste des années 70.

Je suis de plus en plus convaincu que les théories macroéconomiques actuelles, selon lesquelles la politique monétaire peut déterminer le taux d'inflation, ne sont probablement plus adaptées à la réalité économique d'aujourd'hui et prescrivent donc des remèdes inappropriés. Elles n'ont pas su anticiper le ralentissement déflationniste amorcé au Japon en 1990, ni la crise financière mondiale et la lenteur de la reprise au cours de laquelle,

pendant une décennie, l'inflation a été inférieure à l'objectif, ni la durabilité de niveaux d'endettement public élevés avec de très faibles taux d'intérêt réels.

Pour comprendre ces évolutions et élaborer des politiques qui y répondent efficacement, les économistes devront sans doute envisager ce que l'on pourrait qualifier de « science économique néo-keynésienne » reposant sur l'idée de stagnation séculaire d'Alvin Hansen durant la crise de 1929. Le présent article récapitule les raisons pour lesquelles de nouvelles stratégies s'imposent en macroéconomie, en soulignant les grandes transformations structurelles de l'économie du monde industrialisé, et explique la notion de stagnation séculaire pour tirer ensuite un certain nombre de conclusions stratégiques.

Pénurie d'investissement

À moins que les tendances actuelles ne changent, la population en âge de travailler va diminuer au cours de la prochaine génération dans le monde industrialisé, et il en sera de même en Chine. Simultanément, la tendance à la participation croissante des femmes à la population active aboutit, par exemple, à une situation où davantage de femmes que d'hommes travaillent aujourd'hui aux États-Unis.

Cette évolution démographique fait disparaître la demande de nouveaux biens d'investissement pour équiper et abriter une main-d'œuvre croissante. Cette tendance est d'autant plus forte si l'on tient compte du fait que le montant d'épargne nécessaire à l'acquisition d'une quantité donnée de biens d'équipement a nettement diminué, car le prix relatif des équipements, surtout dans le domaine informatique, a considérablement baissé. Aujourd'hui, un iPhone à 500 dollars a une puissance de calcul supérieure à celle d'un superordinateur Cray il y a une génération. Non seulement les prix des biens d'équipement diminuent, mais leur tendance à la baisse pousse à différer l'investissement.

De plus, la révolution informatique s'est accompagnée d'une démassification plus vaste de l'économie. Avec le commerce électronique, la demande de centres commerciaux a diminué, et avec l'infonuagique, la demande d'espaces de bureaux a régressé, en éliminant le besoin de dossiers à classer et en permettant de personnaliser les bureaux d'un clic de souris, sans oublier les photos de famille en fond d'écran.

Je suis de plus en plus convaincu que les théories macroéconomiques actuelles, selon lesquelles la politique monétaire peut déterminer le taux d'inflation, ne sont probablement plus adaptées à la réalité économique d'aujourd'hui.

La fracturation hydraulique pour produire du pétrole et du gaz naturel nécessite beaucoup moins de capitaux que les techniques de forage traditionnelles et l'informatique facilite considérablement le ciblage de l'exploration, réduisant d'autant la demande d'investissement.

La technologie permet désormais de tout partager, appartements (Airbnb), avions (NetJets) et même robes (Rent the Runway) et voitures (Uber), d'une façon inimaginable il y a dix ans. Les nouvelles générations cherchent à vivre dans des appartements peu meublés plutôt que dans de grandes maisons.

D'aucuns estiment que le pouvoir de monopole s'est accru, du moins aux États-Unis, tendant à décourager les nouveaux investissements. En outre, la distribution de plus en plus anarchique du droit de veto a ralenti l'investissement public en infrastructures, qui a diminué en termes nets aux États-Unis à moins de la moitié de ce qu'il était précédemment.

Toutes ces évolutions ont pour conséquence une baisse considérable de la demande d'investissement, quels que soient les niveaux des taux d'intérêt.

Surabondance d'épargne

Parallèlement à la chute de la demande d'investissement, un certain nombre de facteurs se sont conjugués pour accroître l'épargne. Les personnes à plus haut revenu, qui ont une plus forte propension à épargner, accumulent des revenus plus élevés. La rentabilité accrue des entreprises, liée à la baisse des taux d'intérêt, entraîne une augmentation des bénéfices non distribués.

L'épargne augmente également sous l'effet d'incertitudes de plus en plus grandes liées aux doutes croissants sur la capacité des États à s'acquitter de leurs engagements de retraite et aux risques accrus de futures hausses d'impôts. De même, face à la probabilité d'une croissance moindre des revenus futurs, le besoin d'épargner pour l'avenir augmente.

Le renforcement des réglementations financières et ses conséquences signifient que les ménages ont de plus en plus de difficultés à emprunter et à dépenser, d'où une augmentation de l'épargne globale. Cela peut s'expliquer par la protection du consommateur — lorsque, par exemple, une obligation de mise de fonds plus élevée réduit un emprunt hypothécaire — ou par le poids des réglementations pour les intermédiaires financiers, avec par exemple, l'augmentation des normes de fonds propres.

L'évolution structurelle de l'économie a donc eu pour effet à la fois d'augmenter l'épargne et de réduire l'investissement.

Stagnation séculaire

Avec une liste de facteurs légèrement différente à l'esprit, l'économiste de Harvard, Alvin Hansen, avait qualifié cette incapacité de l'investissement privé à absorber intégralement l'épargne privée de « stagnation séculaire », car elle menaçait de se traduire par une insuffisance de la demande.

Si une stagnation séculaire s'est installée ces dernières années, un certain nombre d'éléments devraient être présents. Premièrement, une offre d'épargne élevée et un niveau de demande faible devraient se traduire par des taux d'intérêt bas. En effet, les taux réels, quel que soit l'indicateur choisi, ont suivi une tendance à la baisse ces vingt dernières années, même si les déficits budgétaires ont augmenté. C'est ce que nous avons constaté avec des taux d'intérêt réels à terme négatifs dans le monde industrialisé, malgré de considérables accumulations de dette publique.

Deuxièmement, on devrait s'attendre à ce que les difficultés à absorber l'épargne entraînent un ralentissement de la croissance et empêchent d'atteindre l'objectif d'inflation. C'est ce que nous avons observé. Aujourd'hui, les marchés ne s'attendent pas à ce qu'un pays du monde industrialisé atteigne l'objectif d'inflation de 2 %. Malgré des taux d'intérêt jamais aussi bas et des déficits jamais aussi élevés après plus d'une décennie de reprise, la croissance a été timide. En particulier, et contrairement aux arguments de ceux qui ont expliqué la faiblesse des taux après la récession par la présence de « vents contraires », les banques centrales se sont trouvées dans l'impossibilité de relever les taux et comptent toujours sur la dynamique de la reprise.

Troisièmement, cette croissance décevante a coïncidé avec une inflation qui, étonnamment, persiste à la baisse. Les économistes enseignent aux étudiants débutants qu'une diminution des quantités et des prix semble indiquer un repli de la demande. Si, comme beaucoup le pensent, la stagnation est essentiellement due aux résultats décevants de la productivité, les prix devraient augmenter plutôt que baisser. En l'absence de paramètres extraordinaires de la politique économique, la déflation pourrait s'installer.

Quatrièmement, cette période de croissance ralentie et de déflation a également été une période d'inflation des prix des actifs. Les marchés boursiers américains ont quadruplé depuis la crise et les prix réels de l'immobilier ont pratiquement retrouvé leurs précédents niveaux

records. Cela s'explique, comme on peut s'y attendre avec une stagnation séculaire, par l'abondance d'épargne qui a stimulé les actifs existants, en augmentant, par exemple, les ratios cours/bénéfices des actions et les ratios prix/loyer de l'immobilier et en diminuant les primes à terme sur la dette à long terme.

Je ne vois aucune autre théorie pour expliquer l'atonie de la croissance face à des politiques ultra-expansionnistes et une rapide accélération de la croissance du crédit au secteur privé. Le manque de croissance de la productivité devrait entraîner une hausse de l'inflation des prix des produits et une baisse de l'inflation des cours des actifs. L'intensification des risques et des incertitudes aurait tendance à faire baisser plutôt qu'augmenter les multiples des cours des actifs. Toute conséquence temporaire de la crise financière conduirait à une augmentation limitée du crédit et à une courbe de rendement prononcée, plutôt qu'à ce qui a été observé.

Que faire ?

La démographie, c'est peut-être le destin, mais beaucoup d'autres facteurs évoluent avec elle pour créer un environnement où l'épargne est abondante et ne parvient pas à être absorbée. C'est l'inverse des problèmes

macroéconomiques auxquels nous sommes confrontés depuis des décennies.

Les banques centrales, pour honorer leurs mandats, doivent relancer l'inflation et non pas la faire baisser. Logiquement, avant d'accroître le potentiel d'une économie, le défi est d'assurer qu'il soit exploité. La stabilité financière est tout aussi menacée par des taux faibles que par des taux élevés. L'enjeu à moyen terme est d'absorber intégralement l'épargne plutôt que d'évincer l'investissement.

En même temps, il est peu probable que les banques centrales, avec des taux déjà négatifs au Japon et en Europe et inférieurs à 2 % aux États-Unis, aient une grande marge de manœuvre pour réagir aux chocs défavorables, du moins par rapport aux normes historiques. En général, les récessions dans le monde industrialisé ont été combattues en abaissant les taux de l'ordre de 5 points de pourcentage.

Pour commencer à relever un nouveau défi, il faut déjà le reconnaître. Autrement dit, il faut accepter la réalité de la stagnation séculaire et axer le débat sur les enjeux qu'elle présente. **FD**

LAWRENCE H. SUMMERS est professeur titulaire de la chaire Charles W. Eliot à l'université Harvard.

TOUTES LES PUBLICATIONS DU FMI
DANS UN SYSTÈME
INTÉGRÉ DOTÉ DE FONCTIONS
DE NAVIGATION CONVIVIALE,
DE RECHERCHE INTUITIVE ET DE
PERSONNALISATION.
ELIBRARY.IMF.ORG

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL