

Stagnation séculaire : la croissance s'embourbe

Jacques Adda, *Alternatives économiques*, Hors-série n°110, 26 juillet 2017

Quelle qu'en soit la cause, qui diffère selon les économistes, la longue anémie de nos économies nécessite un traitement innovant, car elle menace la cohésion sociale.

1. La fin de la croissance ?

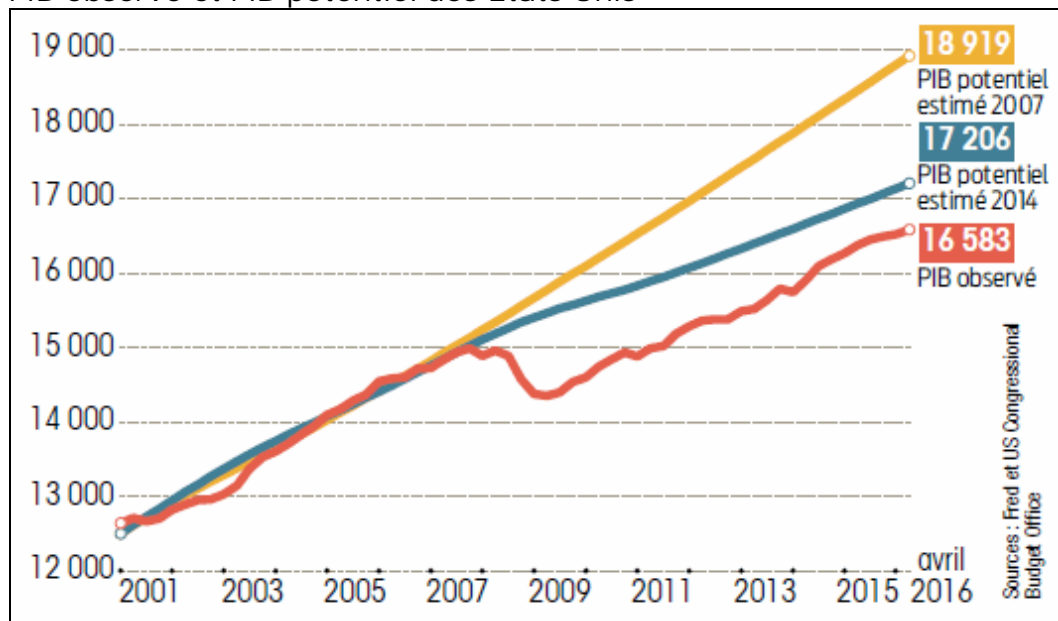
Huit ans après le séisme financier de 2008, le spectre de la stagnation économique hante les économies du monde développé. A l'exception d'une poignée de pays, le plus souvent associés au développement de la zone Pacifique (Canada, Australie et Nouvelle-Zélande) ou dont la croissance repose sur des gains de parts de marché à l'exportation (Allemagne), la plupart des économies avancées ont mis entre six et huit ans à retrouver le niveau de produit intérieur brut (PIB) par habitant qui était le leur à la veille de la crise. Pour la zone euro dans son ensemble, mais aussi au Danemark et en Norvège, le niveau de 2007 n'avait toujours pas été retrouvé en 2015. Aux Etats-Unis, à la différence de la zone euro, la reprise, bien que molle, semble amorcée, le niveau du PIB était encore en 2016 inférieur de 12 % à celui de la projection du PIB potentiel* effectuée par le Congressional Budget Office en 2007, à la veille de la crise financière (voir graphique).

Au-delà de l'idée d'une décennie perdue, c'est le thème du déclin structurel du potentiel de croissance des économies qui tend à s'imposer. L'examen des chiffres sur longue période montre en effet un ralentissement continu du taux de croissance des économies les plus développées depuis les années 1960. Longtemps ignorée par la plupart des économistes, cette tendance qui semble inexorable explique la surestimation des prévisions de croissance, illustrée par la révision à la baisse, année après année, des projections effectuées par le Fonds monétaire international (FMI) depuis 2011.

Cette situation est à l'origine de la réémergence, depuis quelques années, du thème de la stagnation séculaire : cette notion a été avancée en 1938 par l'économiste Alvin Hansen pour décrire un état d'épuisement de la croissance, dans lequel les récessions tendent à s'autoalimenter et les reprises d'activité à avorter, laissant des marques durables sur le niveau de l'emploi. Dans l'esprit de Hansen, le déclin de la croissance aux Etats-Unis résultait du plafonnement des opportunités d'investissement créées par les nouvelles technologies de l'époque et de l'arrêt de la croissance démographique dans un contexte d'effondrement de l'immigration.

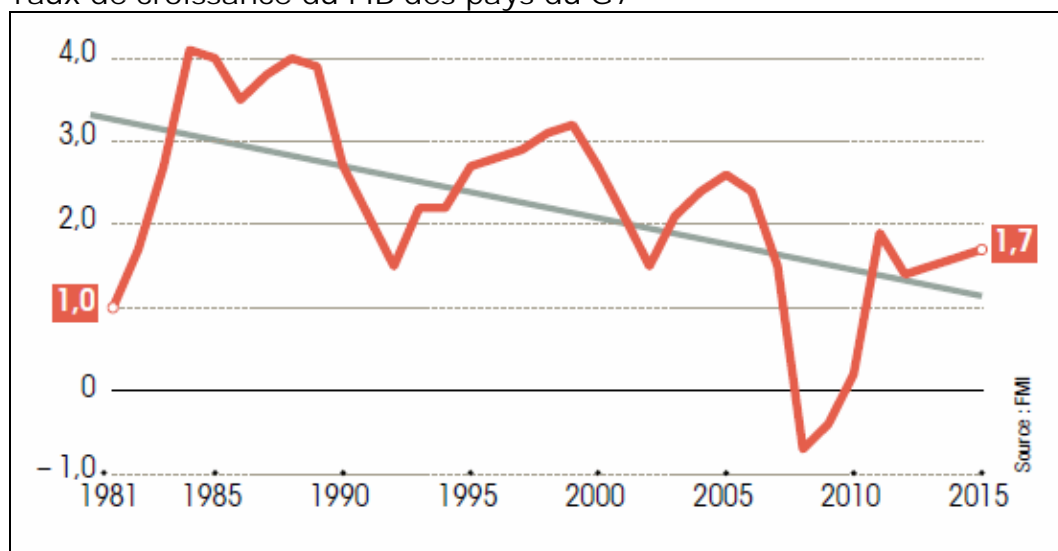
Dans le contexte présent, si les tendances lourdes de la démographie (déclin de la natalité, vieillissement de la population) pèsent sur le potentiel de croissance, la surprise, en pleine révolution technologique, vient de la décélération continue du rythme de la productivité du travail. Il est désormais inférieur à 1 % dans les économies les plus développées (voir graphique). Principale exception : les Etats-Unis dans les années 1995-2005, période marquée par l'émergence de la « *new economy* » et par l'apogée de la mondialisation.

PIB observé et PIB potentiel des Etats-Unis



En milliards de dollars constants de 2009

Taux de croissance du PIB des pays du G7



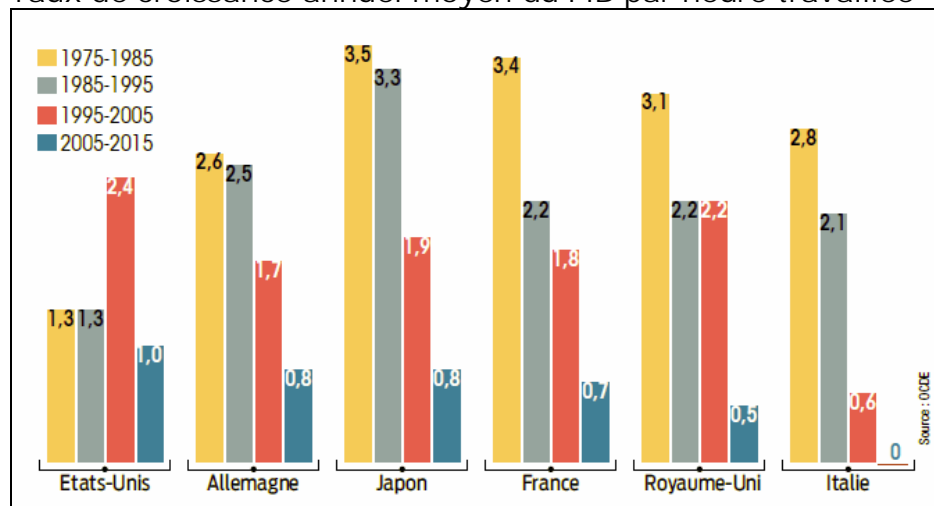
Moyenne mobile sur trois ans, en %

2. Un problème de demande ?

Reprise d'abord par l'économiste américain Paul Krugman, la thèse de la stagnation séculaire est généralement associée à son confrère et compatriote Larry Summers qui l'a systématisée dans une série d'interventions à partir de novembre 2013. S'appuyant sur les travaux de l'économiste suédois Knut Wicksell, Summers centre son analyse sur le taux d'intérêt qui équilibre le niveau d'investissement désiré par les entreprises et le niveau d'épargne désiré par les différents agents économiques. Dans une représentation classique du marché des capitaux, un excès d'investissement sur l'épargne tend en effet à faire monter le taux d'intérêt réel** et, inversement, un excès d'épargne tend à le faire baisser. Le taux qui égalise l'épargne et l'investissement lorsque l'économie tourne au plein-emploi est appelé le taux d'intérêt naturel.

Summers soutient que ce taux naturel est négatif depuis le milieu des années 2000 (de l'ordre de - 2 % à - 3 %). Il est donc très inférieur au taux d'intérêt réel sur les emprunts à long terme (Etats, entreprises) dans les pays développés, lequel est proche de zéro. En d'autres termes, le monde souffrirait d'un excès d'épargne. Une réalité qui peut s'expliquer par une distribution de plus en plus inégalitaire des revenus (les pauvres consomment la totalité de leurs revenus contrairement aux riches, qui en épargnent une partie conséquente), par la montée de l'incertitude (emploi, niveau des retraites, rythme d'obsolescence des équipements informatiques...) ou encore par les surplus accumulés par de nombreux pays en développement et certains pays développés (Allemagne).

Taux de croissance annuel moyen du PIB par heure travaillée



A prix constants, en %

Le fait que le taux d'intérêt sur les marchés soit trop élevé par rapport au taux naturel a pour effet de déprimer l'investissement et d'abaisser par conséquent le rythme de croissance de l'économie. Dans un contexte normal, la faiblesse de l'investissement devrait susciter une baisse du taux d'intérêt réel.

Le problème est qu'avec une inflation basse, de l'ordre de 1 % en moyenne dans les économies les plus avancées, le taux d'intérêt nominal devrait tomber en dessous de zéro pour rejoindre le niveau du taux d'intérêt naturel. Contrainte par la barrière des taux zéro***, l'économie ne peut s'approcher du plein-emploi que si les gouvernements recyclent l'épargne excédentaire vers la dépense publique - acceptant donc une augmentation des déficits publics - ou si la politique monétaire devient fortement expansive, encourageant le crédit et tolérant un surcroît d'inflation. La montée de l'endettement, public et privé, avec son corollaire - la formation de bulles financières sur les marchés d'actifs (actions, obligations, immobilier selon les pays) - sont ainsi devenus, au moins depuis le début des années 2000, les ressorts ultimes de la croissance des principales économies avancées (Etats-Unis, Europe et bien sûr Japon).

3. Un problème d'offre ?

Tout le monde ne voit cependant pas les choses ainsi. Sur longue période en effet, l'augmentation des niveaux de vie est indissociable de l'augmentation de la productivité, autrement dit de la capacité à produire plus avec des moyens restreints. Plutôt que de regarder du côté de la demande, beaucoup s'interrogent sur les bouleversements qui affectent depuis une vingtaine d'années les conditions d'offre et leur impact sur l'activité.

Un premier élément d'analyse, qui complète plus qu'elle ne contredit l'approche de Summers et Krugman, porte sur l'incidence de la montée en puissance de l'économie digitale sur l'investissement. Comme l'observe Carl Benedikt Frey, coauteur avec Michael Osborne d'une étude célèbre sur les conséquences de l'automatisation sur l'emploi, les nouvelles technologies sont fortement économes en capital et en emplois.

Tandis qu'IBM et Dell employaient quelque 540 000 personnes à eux deux en 2013, la messagerie WhatsApp, créée avec un capital de 250 000 dollars, comptait 55 employés lorsqu'elle a été rachetée en 2014 par Facebook (14 500 emplois) pour 19 milliards de dollars. La baisse drastique du coût du capital et le peu d'emplois générés par les nouvelles technologies de l'information contribuent ainsi à la faiblesse de l'investissement productif et à celle des revenus, donc de la demande. A cela s'ajoutent les opportunités offertes par les plates-formes en ligne pour la valorisation du capital déjà existant, qu'il s'agisse des appartements (Airbnb), des voitures (Uber), du commerce (Amazon) et leurs effets déstabilisants sur l'investissement et l'emploi dans des branches entières d'activité (hôtellerie, automobiles, distribution, etc.).

Des valorisations astronomiques obtenues avec un nombre d'employés dérisoire devraient se traduire par une explosion de la productivité. Or, au lieu de s'accélérer, celle-ci décélère. Au techno-optimisme d'Erik Brynjolfsson et d'Andrew McAfee, auteurs de *The Second Machine Age*, répond le technopessimisme de Robert Gordon. Ce dernier soutient que la révolution technologique actuelle est loin d'avoir le même impact sur la productivité et les niveaux de vie que les innovations du passé comme l'électricité et le transport aérien. Certes, le rythme d'innovation est impressionnant, mais l'impact agrégé du changement technologique sur les processus de production et les conditions de vie serait moins transformateur que dans le passé. Au lieu d'affecter progressivement l'ensemble des secteurs d'activité, les nouveautés modifient les modes de consommation ainsi que que l'usage fait du temps de loisir, mais leur impact sur la productivité du système productif demeure mineur, ce dont témoigneraient les statistiques.

4. Le chaînon manquant ?

Provocatrice, la thèse de Gordon est balayée d'un revers de main par Summers. Si le problème s'expliquait par une offre insuffisante et non par la faiblesse de la demande, l'inflation devrait s'accélérer au lieu de tendre vers zéro, affirme Summers. L'ampleur des pressions déflationnistes visibles dans la plupart des pays développés, mais aussi dans nombre d'économies émergentes, a tout lieu d'être associée à un excès d'offre à l'échelle globale ou encore à une insuffisance de la demande par rapport aux capacités de production existantes.

Pour autant, la thèse de Summers, qui associe ce déséquilibre au niveau du taux d'intérêt naturel, est loin d'être entièrement convaincante. Difficile en effet d'adhérer à l'idée, issue des manuels d'économie classiques, selon laquelle l'investissement comme l'épargne dépendraient tous deux principalement du taux d'intérêt. Si les nouvelles technologies pèsent sur le prix du capital investi, son volume dépend principalement de la demande anticipée par les entreprises, dont la trésorerie est par ailleurs souvent abondante. Quant à la propension à épargner, elle est beaucoup plus sensible à l'évolution présente et anticipée des revenus qu'aux rendements des placements bancaires ou obligataires.

La faiblesse de la demande, exacerbée après 2008 par les contraintes financières pesant sur les Etats et les efforts de désendettement des agents privés, renvoie à son tour aux conditions de formation des revenus, et ce bien avant 2008. Celles-ci ne se limitent pas à l'incidence de la montée des inégalités sur la propension à épargner. Elles portent à la fois sur le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits, et donc sur l'évolution de l'emploi et des rémunérations, ainsi que sur les autres composantes du revenu disponible, lesquelles dépendent notamment de la fiscalité et des transferts sociaux.

Le problème est clairement résumé dans un rapport récent du McKinsey Global Institute, portant sur 25 économies avancées : pour 65 % à 70 % des ménages (63 % en France), le revenu réel de marché (avant impôts et transferts sociaux) se situait en 2014 au même niveau ou en dessous de ce qu'il était en 2005. A titre de comparaison, au cours des douze années précédentes (1993-2005), la stagnation ou la régression des revenus économiques ne touchaient que 2 % des ménages dans ces mêmes 25 économies. Bien qu'amorti par les dispositifs de redistribution fiscale et de protection sociale, ce phénomène d'appauvrissement et de régression sociale touchait encore 20 % à 25 % des foyers (10 % en France) entre 2005 et 2014 lorsqu'on considère l'évolution réelle du revenu disponible brut.

5. La politique économique impuissante ?

Désactivée depuis 2010 sous la pression des conservateurs, la politique budgétaire se résume aujourd'hui aux Etats-Unis comme en Europe à un exercice comptable visant à contenir la progression de la dette publique. Ce faisant, elle affaiblit chaque fois un peu plus la demande intérieure de chaque pays, contribuant à l'atonie de tous et au marasme du commerce mondial. Ultime recours face aux tendances déflationnistes et à la résignation ambiante, les banques centrales ont depuis longtemps quitté les eaux tranquilles des politiques conventionnelles pour pallier tant bien que mal la démission des gouvernements. Après avoir ramené les unes après les autres leurs taux directeurs à zéro, elles sont intervenues à une échelle sans précédent sur les marchés obligataires de façon à réduire les taux longs, avant de se décider plus récemment à pénaliser, par des taux d'intérêt négatifs, les banques qui choisiraient de laisser leurs liquidités dormir à la banque centrale plutôt que de les prêter aux entreprises et aux ménages.

Contrairement aux prédictions des économistes classiques, l'abondance de liquidités n'a pas entraîné un regain d'inflation, permettant tout au plus d'éviter aux économies de sombrer dans la déflation. Elle a toutefois suscité la formation de bulles financières sur les marchés d'actifs (actions, obligations, immobilier, selon les pays) qui renforcent les inégalités et n'ont qu'un effet mineur sur la consommation.

Pour les tenants de la thèse d'une stagnation séculaire dans sa version « offre » (Gordon), le remède réside dans une relance de la recherche-développement, de l'éducation, de la formation dont les effets se feront sentir seulement à long terme. Pour les tenants de la version « demande » (Krugman et Summers), la solution ne peut venir que d'une réactivation de la politique budgétaire, étant entendu que les banques centrales doivent renoncer à toute perspective de normalisation de la politique monétaire dans un avenir proche. Une relance de l'investissement public dans les infrastructures, le développement durable (environnement), le social (éducation, formation) et le scientifique (recherche-

développement) s'impose d'autant plus qu'elle peut être financée aujourd'hui à des taux d'intérêt réels nuls. Hautement rentables au niveau collectif sur longue période, ces investissements trop longtemps négligés sont susceptibles de relever le potentiel de croissance de l'économie sans remettre en cause la soutenabilité de la dette publique, comme le soutient notamment Ben Bernanke, l'ancien gouverneur de la Fed.

L'action budgétaire risque cependant de ne pas suffire à redresser la demande à court terme si rien n'est fait pour rééquilibrer le partage des revenus. Le regain d'intérêt récent pour le salaire minimum (au Royaume-Uni, en Allemagne, aux Etats-Unis) va dans le bon sens. Mais il doit s'accompagner de politiques plus actives de soutien des bas revenus, en particulier pour les personnes vivant sur les franges du marché du travail, et de politiques fiscales et sociales plus redistributives.

6. Quel est le coût de l'inaction ?

Manifeste au Japon depuis deux décennies, de plus en plus évidente dans la zone euro et menaçante aux Etats-Unis, la stagnation séculaire pose aux gouvernants un défi qui dépasse la sphère économique. L'arrêt de la progression des revenus, voire leur régression pour une part significative de la population, n'entrave pas seulement la croissance économique. Elle contribue à l'érosion du lien social et à la perte de confiance dans les institutions, qui alimentent la montée du populisme, dont témoignent l'ascension de Donald Trump aux Etats-Unis et le Brexit.

Le coût de la résignation des gouvernements est d'autant plus élevé que l'atonie de l'investissement, privé et public, endommage le potentiel de croissance future. Ce faisant, il fragilise davantage les anticipations de demande des entreprises, ce qui rétroagit négativement sur l'investissement. De même, le sous-emploi de longue durée d'une part importante de la population en âge de travailler - les jeunes tout particulièrement - affaiblit l'employabilité des personnes concernées et avec elle les possibilités d'une insertion dynamique dans la vie professionnelle et sociale. Autant de considérations qui plaident pour un dépassement de la gestion devenue routinière de la crise et pour un réexamen systématique des principes de l'action publique.

* PIB potentiel

Mesure théorique du niveau de production qui serait atteint si les facteurs de production (travail et capital) étaient utilisés pleinement, sans que cela n'entraîne de tensions inflationnistes.

** Taux d'intérêt réel

Différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation. Si par exemple le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation se situent tous deux à 2 %, le taux d'intérêt réel est égal à zéro.

*** Barrière des taux zéro

Difficulté pour les taux d'intérêt nominaux de tomber en dessous de zéro, soit une situation dans laquelle un créancier doit payer pour pouvoir prêter son argent ou encore qu'un débiteur est payé pour avoir emprunté.