

## La faiblesse des taux d'intérêt anticipe celle de la croissance

Faut-il avoir peur de la stagnation séculaire ?

Un singulier débat fait rage aux Etats-Unis : la menace de la stagnation séculaire. Ce débat est important parce qu'il concerne tous les pays avancés.

Pourtant, il paraît insolite. L'économie américaine semble bien relancée. En 2013, le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) était aux environs de 2,5 % et le taux de chômage était redescendu en dessous de 7 %. La perspective pour 2014 est 3 % de croissance. Comment est-il possible de douter de la persistance de ces bonnes dispositions dans un pays réputé pour son optimisme ? C'est que les anticipations des marchés financiers à l'horizon fin 2016, conformes aux perspectives de la Réserve fédérale américaine (Fed, banque centrale), ne pèchent pas par optimisme.

L'anticipation du taux directeur de la politique monétaire, fin 2016, qui est extraite de l'observation des taux d'intérêt nominaux à deux et trois ans, ne dépasse pas 2 %, soit un taux nul en termes réels, à supposer que le taux d'inflation retrouve sa cible de longue période. D'où la question : un taux réel aussi bas est-il compatible avec le retour de la croissance tendancielle de 2,5 % à 3 % aux Etats-Unis, ce qui était son rythme avant la crise ?

Le taux directeur nominal de la Fed est le pivot de l'ensemble des taux d'intérêt. Il se situe à zéro depuis cinq ans et demi, ce qui a entraîné un taux réel négatif sur la majeure partie de cette période. Or le taux d'investissement productif, qui a fortement baissé dans la crise, ne s'est jamais relevé. Il en a résulté une réduction de moitié des gains de productivité : 1 % en moyenne sur la période 2009-2013, contre 2 % pour la tendance d'avant-crise. Etant donné le retard accumulé, il faudrait que ce taux d'investissement remonte pendant plusieurs années pour retrouver la tendance d'avant-crise. La hausse du taux d'investissement créerait des besoins de financement qui feraient remonter les taux d'intérêt. Mais c'est précisément ce que les marchés financiers n'anticipent pas...

Certains économistes en tirent la conclusion suivante : en dépit d'un coût très faible du capital emprunté, le taux d'intérêt d'équilibre, qui inciterait à investir dans la production de manière à retrouver une croissance tendancielle de 3 % par an, est encore plus bas ! C'est pourquoi l'investissement productif ne repart pas à un rythme suffisant.

En effet, on n'investit que s'il est rentable de le faire. Bien des entreprises peuvent actuellement investir sans même emprunter, parce qu'elles ont des taux d'autofinancement supérieurs à 100 % ; elles sont assises sur des réserves de cash. Pourtant, elles préfèrent les employer à autre chose qu'à investir : racheter leurs actions et distribuer des dividendes. Cela veut dire que la rentabilité anticipée des projets d'investissement productif n'est pas suffisante pour satisfaire les exigences financières des actionnaires. C'est pourquoi l'engouement boursier que l'on observe depuis près de deux ans est largement déconnecté des perspectives de croissance.

Dans les époques de croissance soutenue, l'évolution à long terme du taux d'intérêt réel n'a été nettement inférieure au taux de croissance (c'est le cas des pays européens dans les années 1960) que parce que les taux nominaux étaient réglementés et parce que l'inflation se situait entre 3 % et 5 %. Mais ces conditions n'existent plus. Aux Etats-Unis, la Fed conduisait, avant la crise, sa politique monétaire selon l'hypothèse d'un taux réel d'équilibre de 2 %.

Tant que le taux d'intérêt ne remonte pas, l'hypothèse de la stagnation séculaire désigne une conséquence possible de la rupture de la relation de long terme entre taux de croissance et taux d'intérêt réel lorsque l'inflation est basse et stable. L'interrogation est la suivante : le taux d'intérêt

réel va-t-il remonter vers 2,5 % ou 3 %, ou bien la croissance va-t-elle retomber à 1 % ou en dessous ?

Dans ce dernier cas, l'économie s'installerait dans un régime de stagnation séculaire, comme le Japon à partir du milieu des années 1990. Cette anomalie ne peut durer sans une profonde transformation du système financier. Seule l'intervention permanente de la banque centrale dans les marchés financiers, en faisant varier la taille de son bilan pour maintenir en permanence des taux d'intérêt très bas, créerait des conditions équivalentes à celles de la finance réglementée.

Ben Bernanke, l'ex-président de la Fed, a fait la remarque suivante, lors d'un discours au Forum mondial des marchés financiers à Abou Dhabi, le 4 mars : " Le bas niveau des anticipations des taux courts réels ne reflète pas seulement les anticipations d'une reprise cyclique lente par les investisseurs, mais aussi un affaissement des perspectives de croissance à long terme. "

De nombreuses études ont montré comment un ralentissement cyclique prolongé de l'investissement se transformait en diminution du potentiel de croissance, par la dégradation de la qualité des facteurs de production : érosion de l'employabilité de la main-d'oeuvre avec le chômage de longue durée, diminution du rythme du progrès technique incorporé au capital avec le ralentissement du renouvellement, innovation technologique handicapée par l'engourdissement des " esprits animaux ", selon l'expression de l'économiste britannique John Keynes (1883-1946) qui désignait ainsi l'envie de prendre des paris d'entreprise sur l'avenir.

La politique monétaire ne peut influencer directement le rendement d'équilibre du capital. Dans tous les pays occidentaux, la solution la plus directe pour le faire remonter serait de lancer un vaste programme d'investissements publics tournés vers les infrastructures dans la perspective d'une politique climatique ambitieuse, mais aussi vers l'amélioration de la qualité des facteurs de production par les dépenses de recherche, d'éducation et de formation tout au long de la vie.

Ce qui n'empêche pas les politiques monétaires de garder la responsabilité de faire baisser les taux réels de marché en accroissant leurs cibles d'inflation.

## **Michel Aglietta**

Economiste

## **Michel Aglietta**

est professeur émérite

à l'université Paris-X

et conseiller scientifique

au Centre d'études prospectives

et d'informations internationales