

# Un avenir morose

J. Bradford DeLong



J. Bradford DeLong est professeur d'économie à l'université de Californie à Berkeley.

**L**E REPLI persistant des taux d'intérêt nominaux et réels de tout un éventail de placements sûrs, dont les bons du Trésor américain, nous interpelle. Pour citer l'économiste Alvin Hansen qui observait un phénomène comparable en 1938, il crée un monde «de reprises anémiques ... tuées dans l'œuf et de dépressions ... qui se perpétuent et laissent dans leur sillage un noyau dur et apparemment immuable de chômage...». Autrement dit, un monde de

stagnation séculaire. Kenneth Rogoff, Professeur à Harvard, y voit quelque chose de passager et estime que dans neuf ans personne ne parlera de stagnation séculaire. Qui sait. Mais les probabilités font pencher la balance de l'autre côté. Pour les marchés financiers, le problème mettra plus d'une génération à disparaître.

Huit facteurs contribuent à cette réduction persistante des taux des placements sûrs et la renforcent :

1. **Les inégalités grandissantes de revenu**, qui poussent par trop à l'épargne, car les nantis ne savent pas quoi faire d'autre avec leur argent.
2. **La stagnation technologique et démographique** qui diminue le rendement des investissements et entraîne une baisse trop forte des dépenses d'investissement.
3. **Les acteurs extérieurs aux marchés** qui alimentent une forte demande d'actifs liquides et sûrs, non pas à la lumière d'une évaluation des risques et rendements, mais à partir de considérations politiques.
4. **Une capacité fortement amoindrie de prise en charge des risques**, car le secteur financier, grippé et surexposé ne parvient plus à mobiliser l'épargne et creuse fortement l'écart entre les rendements des placements à risque et ceux des titres d'État sûrs.
5. **Un niveau très faible d'inflation effective et anticipée**, ce qui signifie que même un taux d'intérêt nominal sûr de zéro est trop élevé pour assurer l'équilibre entre l'investissement souhaité et l'épargne programmée dans une situation de plein emploi.
6. **Une demande limitée de biens d'équipement allant de pair avec un tassement rapide de leur prix**, ce qui exerce une trop forte pression baissière sur la rentabilité potentielle du secteur qui les produit.
7. **Un marché dysfonctionnel dans l'économie de l'information** : les marchés ne sont pas en mesure de rémunérer de manière adéquate les investisseurs dans les nouvelles technologies, même lorsque celles-ci présentent d'énormes rendements sociaux, et

du coup le rendement des investissements privés diminue et les dépenses d'investissement baissent de manière excessive.

8. **L'aggravation des obstacles à la concurrence provoqués par la technologie et par la recherche de rentes**, ce qui rend les investissements non rentables pour les nouveaux venus et peut provoquer un phénomène de cannibalisation des marchés pour les acteurs déjà présents.

Il s'ensuit qu'avec des taux si proches de zéro, les banques centrales ne peuvent plus recourir à la réduction des taux en période de récession comme moyen facile et efficace de préserver le plein emploi. En règle générale, les banques centrales jouent leur rôle, au demeurant puissant, en achetant et en vendant des titres en échange de liquidités pour encourager les dépenses d'investissement dans la perspective d'une appréciation future de la valeur des actifs et pour encourager la consommation des ménages qui se sentent ainsi plus riches. Mais lorsqu'il n'y a guère de marge pour faire baisser les taux les banques centrales en sont réduites à utiliser des instruments novateurs, incertains et beaucoup moins puissants pour tenter de piloter l'économie.

Les bons du Trésor américain donnent la mesure de la chute des rendements sûrs depuis 1990. Les taux d'intérêt annuels à court terme ont baissé de 4 % à 1,2 % en termes réels (corrigés de l'inflation) et de 8 à 0,5 % en termes nominaux; les taux longs leur ont emboîté le pas.

La riposte logique face à cette stagnation séculaire est l'adoption de politiques fiscales et budgétaires beaucoup plus expansionnistes. Lorsque les taux d'intérêt sont faibles et qu'ils devraient le rester, tous les investissements publics (de la construction de ponts à la recherche fondamentale) deviennent particulièrement attractifs en termes de coûts/avantages, et la dette publique devrait s'accroître pour tirer parti des faibles coûts d'emprunt et pour offrir aux investisseurs les placements sûrs (titres d'État) qu'ils recherchent. Lawrence Summers, de l'université Harvard, avance que les taux d'intérêt sont si bas que l'incapacité des banques centrales à mener une politique monétaire efficace est devenue chronique. Selon lui, il faudra plus d'une génération pour débloquer la situation, aussi devrions-nous adopter des politiques budgétaires appropriées pour entreprendre les vastes investissements que le secteur privé rechigne à financer.

Les détracteurs de la thèse de la stagnation séculaire de Summers se fourvoient. Chacun semble se centrer sur un des huit facteurs qui expliquent la baisse des taux d'intérêt et avancent qu'il cessera bientôt d'agir ou qu'il a un effet salutaire pour quelque raison paradoxale.

Depuis la fin du siècle dernier, les économies de l'Atlantique Nord ont perdu une décennie de ce qu'il était convenu d'appeler une croissance normale, la stagnation séculaire en étant la principale raison. Ce n'est qu'en agissant dès à présent que nous aurons des chances de ne plus avoir à parler de stagnation séculaire dans neuf ans. ■