

La croissance lente : la nouvelle norme dans les économies avancées?

Abeer Reza et Subrata Sarker, département des Analyses de l'économie internationale

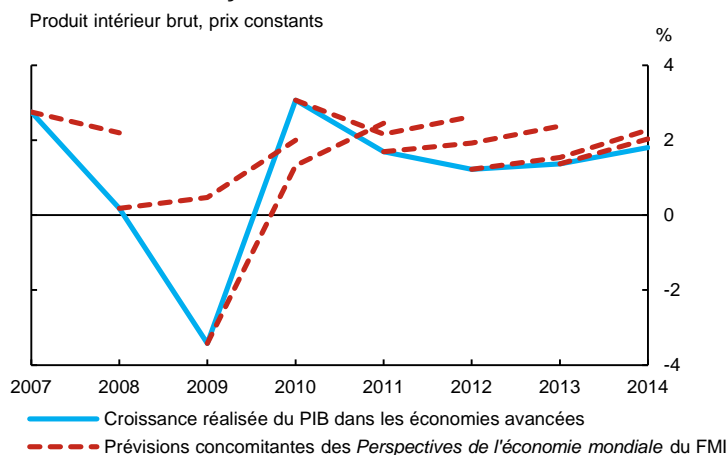
- La faiblesse persistante de la croissance dans les économies avancées après la crise financière mondiale de 2007-2009 peut s'expliquer de différentes manières. Dans le présent article, nous examinons d'un œil critique quelques-unes des principales causes possibles.
- Pour certains observateurs, la modeste reprise en cours s'apparente à un cycle prolongé confronté à de multiples vents contraires, et illustre le rôle joué par la réduction du ratio d'endettement dans les secteurs public et privé après la crise financière. Pour d'autres, la faible croissance découlerait d'une insuffisance structurelle de la demande, qui est à l'origine d'une trappe à liquidité de longue durée; d'autres encore, en raison de sa nature, y voient essentiellement un phénomène d'offre, c'est-à-dire la résultante de facteurs démographiques et technologiques.
- D'après nous, il est exagéré, et donc peu vraisemblable, de décrire le ralentissement en cours comme une insuffisance structurelle de la demande qui serait à l'origine d'une trappe à liquidité de longue durée ou encore comme une modération persistante de la croissance de la production potentielle qui découlerait d'une réduction de l'innovation et du rythme d'adoption de technologies nouvelles. En revanche, les tendances démographiques laissent bel et bien augurer que la production potentielle progressera à un rythme inférieur dans l'avenir.
- Ces facteurs ne devraient pas constituer des contraintes pour la conduite future de la politique monétaire traditionnelle dans les économies avancées.

Sept ans se sont écoulés depuis la crise financière mondiale de 2007-2009 et la croissance reste décevante dans de nombreuses économies avancées. La croissance annuelle moyenne des pays avancés avoisinait 3,6 % entre 1985 et 2007 avant de reculer pour s'établir à 1,4 % pendant la reprise, de 2010 à 2014. En règle générale, les taux de croissance en période de reprise sont plus élevés que les moyennes à long terme, les économies s'efforçant de regagner le terrain perdu. Cette fois-ci, toutefois, la croissance n'a cessé de décevoir, et les prévisionnistes ont régulièrement revu leurs projections à la baisse (**Graphique 1**).

Compte tenu de cette situation, certains commentateurs se demandent si la croissance lente est désormais la « nouvelle norme ». Tout l'enjeu du débat est de savoir s'il s'agit d'un phénomène cyclique, de la résultante de certains facteurs à long terme ou d'une combinaison des deux. Cette faible croissance est-elle en gestation depuis longtemps, principalement à cause du ralentissement de

l'expansion des capacités de production (Gordon, 2014)? Est-elle plutôt l'expression d'une insuffisance structurelle de la demande qui est à l'origine d'une trappe à liquidité de longue durée (Summers, 2014 et Krugman, 2014)? Ou bien a-t-elle un caractère cyclique malgré l'ampleur et la durée sans précédent de la récente baisse d'activité? Si le ralentissement est cyclique, la croissance est-elle appelée à repartir, ne serait-ce qu'à un rythme inférieur à la moyenne d'avant-crise, dès la disparition des obstacles durables à la croissance économique mondiale?

Graphique 1 : La croissance déçoit dans les économies avancées



Nota : Les économies avancées sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, Chypre, la Corée du Sud, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, Hong Kong, l'Irlande, l'Islande, Israël, l'Italie, le Japon, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Portugal, la République de Malte, la République de Saint-Marin, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, Singapour, la Slovénie, la Suède, la Suisse et Taiwan.

Source : Perspectives de l'économie mondiale, Fonds monétaire international (2009-2015)

Dernière observation : 2014

La Banque du Canada a récemment examiné la relation existant entre croissance lente et conduite de la politique monétaire (Wilkins, 2014 et Mendes, 2014). Le présent article apporte un complément à ces analyses dans la mesure où nous y examinons d'un œil critique les principaux débats sur les causes du ralentissement de la croissance et faisons le pont entre les positions que les études et commentaires économiques les plus récents mettent de l'avant.

Il importe que les banques centrales dotées d'un régime de ciblage de l'inflation établissent une distinction entre les facteurs cycliques et les facteurs structurels à long terme lorsqu'elles déterminent l'orientation de la politique monétaire (Wilkins, 2014). En l'absence de chocs cycliques de la demande, une économie devrait se trouver à son niveau de production potentiel, à savoir avoir atteint sa capacité naturelle de production sans induire de tensions inflationnistes. La production potentielle est fonction du niveau réel du capital, de l'évolution tendancielle du facteur travail et de l'état de la technologie. Quand des perturbations cycliques menacent de faire passer la production sous son niveau potentiel et donc d'écarter l'inflation de la cible, les banques centrales dotées d'un régime de ciblage de l'inflation sont incitées à abaisser leur taux directeur pour maintenir ou ramener l'inflation à la cible.

Les facteurs à long terme pèsent en revanche sur la conduite de la politique monétaire en raison de leurs effets sur le taux d'intérêt neutre à moyen et long terme — taux d'intérêt qui devrait s'appliquer dès la disparition des chocs et le retour de l'économie à son potentiel. Dans une économie fermée, ce taux

d'intérêt est celui qui fait correspondre les niveaux souhaités de l'épargne à long terme et de l'investissement. Dans une petite économie ouverte, il est exprimé par l'équilibre mondial entre les niveaux souhaités de l'épargne et de l'investissement. Lorsque la croissance de la production potentielle est lente ou que la demande connaît une insuffisance structurelle qui continue à générer un excédent de l'épargne souhaitée par rapport au niveau d'investissement souhaité, le taux neutre à moyen et long terme devient alors bas¹. Dans la situation limite où ce taux est suffisamment négatif, la politique monétaire traditionnelle devra peut-être maintenir une orientation neutre à moyen et long terme dès lors que le taux neutre nominal ne peut devenir négatif. Si les anticipations d'inflation sont ancrées au taux cible de 2 % à moyen terme, un taux d'intérêt nominal nul sous-entendra un taux directeur réel de -2 %. Si le taux neutre réel à moyen terme est inférieur à -2 %, l'épargne dépassera l'investissement même en cas de taux d'intérêt nominal nul².

Un bas taux neutre à moyen terme peut également représenter un défi pour les politiques de stabilisation à court terme, lesquelles favorisent davantage l'idée d'un taux neutre contemporain qui permet à l'économie d'atteindre son potentiel d'une période à l'autre, compte tenu des chocs (Wilkins, 2014; Mendes, 2014 et Woodford, 2003). Si le taux neutre à moyen terme est très bas initialement, le taux neutre contemporain nécessaire pour combler dès maintenant l'écart de production peut même être encore plus faible en cas de chocs négatifs importants³.

Le présent article expose d'abord les obstacles cycliques à la croissance apparus après la crise financière, puis décrit les effets des facteurs à long terme dans les économies avancées du point de vue de l'offre et de la demande. Il analyse ensuite l'incidence à long terme de la persistance de certains facteurs cycliques. En dernier lieu, il donne un aperçu des implications d'une croissance ralentie sur la conduite de la politique monétaire dans les économies avancées.

Les obstacles cycliques persistent

Le plus important est de savoir comment les facteurs cycliques ont pu persister même sept années après la crise. Certains commentateurs considèrent l'effet induit par la réduction du ratio d'endettement après la crise financière comme la principale cause du ralentissement durable et laissent entendre qu'une reprise aussi timide n'est en fait pas si rare dans l'histoire. Reinhart et Rogoff (2009) font observer que les lendemains de crise financière majeure s'accompagnent de nets replis prolongés qui concernent les prix des actifs, mais aussi la production et l'emploi. D'après les mêmes auteurs (2014), qui se fondent en cela sur l'étude de 63 crises bancaires systémiques dans les économies avancées, le produit intérieur brut (PIB) par habitant perd en moyenne 9,6 % de sa valeur, du sommet au creux du cycle, et ne retourne à son pic d'avant-crise qu'au bout de 7,3 ans.

◀ Certains commentateurs laissent entendre qu'une reprise aussi timide après une crise financière n'est en fait pas si rare dans l'histoire.

1 Comme l'explique Mendes (2014), le niveau potentiel de la production devrait être atteint à long terme. Le taux d'intérêt est donc le seul instrument qui permet de mettre les niveaux souhaités d'épargne et d'investissement sur un pied d'égalité. Par contre, la production s'ajustera pour préserver cette égalité à court terme.

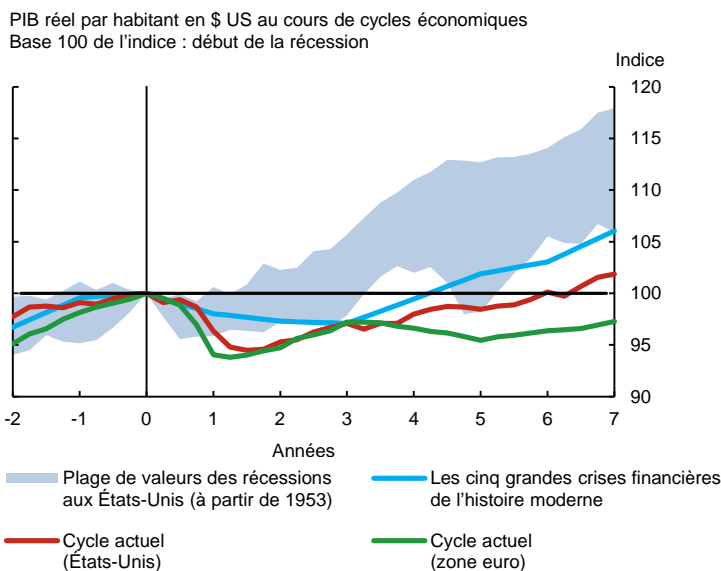
2 Un tel taux réel neutre à moyen et long terme est très improbable, mais aux yeux de certains commentateurs, cette possibilité existe véritablement (Summers, 2014).

3 Les autorités monétaires pourront toujours avoir recours à des mesures de politique monétaire non traditionnelles (assouplissement quantitatif, indications prospectives, taux d'intérêt nominaux négatifs...) qui sont évoquées à la fin du présent article. Voir Wilkins (2014) et Mendes (2014) pour en savoir plus sur les effets d'une croissance lente sur la politique monétaire.

Le **graphique 2** replace dans une perspective historique la reprise en cours aux États-Unis et dans la zone euro. Pour l'économie américaine, le repli est plus prononcé, et la reprise plus tardive que lors des cycles économiques d'après-guerre pris dans leur ensemble (zone ombrée). Toutefois, l'orientation de la reprise en cours (courbe rouge) s'apparente plus à celle de la moyenne des « cinq grandes » crises financières de l'histoire moderne (courbe bleue) recensées par Reinhart et Rogoff (2009). La reprise dans la zone euro en revanche s'est avérée plus lente et la production réelle par habitant n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise⁴.

Traditionnellement, les reprises qui font suite aux crises financières arrivent à leur terme lorsque le processus de désendettement boucle son cycle naturel. Il est possible de réduire le ratio dette/PIB (l'un des principaux indicateurs de l'endettement), soit grâce à la croissance de la production, soit à la faveur du remboursement actif de la dette ou de sa restructuration par différents agents économiques : ménages, entreprises ou administrations publiques. Avant la crise de 2007-2009, la demande aux États-Unis et dans la zone euro était tirée par une hausse marquée de l'endettement dans le secteur privé. Dans certains des pays les plus touchés (les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Espagne), les ratios dette/revenu des ménages ont dégringolé de leurs sommets, mais d'autres remboursements de dettes ou réductions de créances sont peut-être encore à l'œuvre dans d'autres économies, surtout dans la zone euro (Dobbs et autres, 2015).

Graphique 2 : La reprise actuelle est historiquement faible



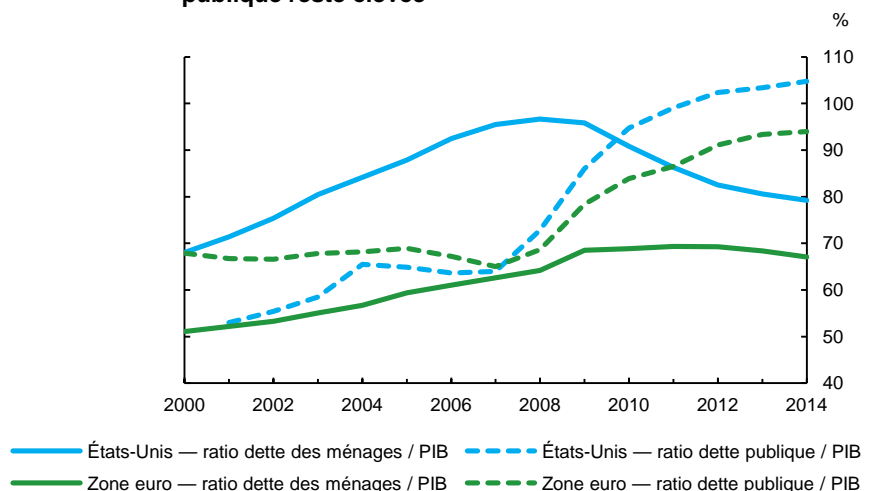
Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne recensées par Reinhart et Rogoff (2009) se sont produites en Espagne (1977), en Norvège (1987), en Finlande (1991), en Suède (1991) et au Japon (1992). Les sommets des cycles économiques sont indexés à zéro. Le pic a eu lieu au quatrième trimestre de 2007 aux États-Unis, et au premier trimestre de 2008 dans la zone euro.

Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques, Nations Unies et calculs de la

Dernière observation : 2015T1

4 Divers facteurs ont fortement entravé la croissance dans la zone euro, comme le constant retour et la persistance des crises bancaires et des crises de la dette souveraine dans les pays périphériques, l'érosion de la confiance des entreprises et le faible investissement qui en découle. L'absence initiale, à l'échelle de la zone euro, de mécanisme destiné à gérer les crises des pays périphériques, puis la lente mise en place d'un tel dispositif ont aussi sérieusement gêné le rétablissement du secteur financier et la reprise économique.

Graphique 3 : Le désendettement des ménages est en cours, mais la dette publique reste élevée



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, Eurostat et Fonds monétaire international

Dernière observation : 2014

Selon le scénario le plus optimiste, les pressions négatives créées sur la demande globale par le remboursement actif des dettes dans un secteur (par exemple, celui des ménages) peuvent être atténuées grâce à l'aide d'un autre secteur (comme le secteur public). Au plus fort de la crise financière, de nombreux pays se sont efforcés de prendre des mesures de relance budgétaire pour stimuler la demande. Résultat : la dette publique a bondi (**Graphique 3**). Dans bon nombre d'économies avancées, l'assainissement ultérieur des finances a bridé la reprise.

D'autres facteurs cycliques, comme le rétablissement du secteur financier et le resserrement du crédit, la fragmentation des marchés financiers (surtout en Europe) et les incertitudes entourant les politiques, ont également modéré la reprise. Il est à prévoir que ces obstacles, quoique persistants, s'atténuent à moyen terme.

Des facteurs à long terme peuvent freiner la reprise et la croissance

Certains commentateurs imputent la faiblesse de la croissance actuelle à la réduction des capacités de production de l'économie en raison de facteurs à long terme, comme les tendances démographiques ou le ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs. Pour d'autres, le monde se trouve peut-être dans une situation de « stagnation séculaire », à savoir qu'un grand nombre de facteurs structurels — dont certains ne sont pas sans rappeler ceux mentionnés précédemment — entraînent une insuffisance endémique et structurelle de la demande globale depuis bien avant les débuts de la crise, insuffisance qui se manifeste par un écart de production persistant. Ces différentes thèses sont exposées ci-dessous.

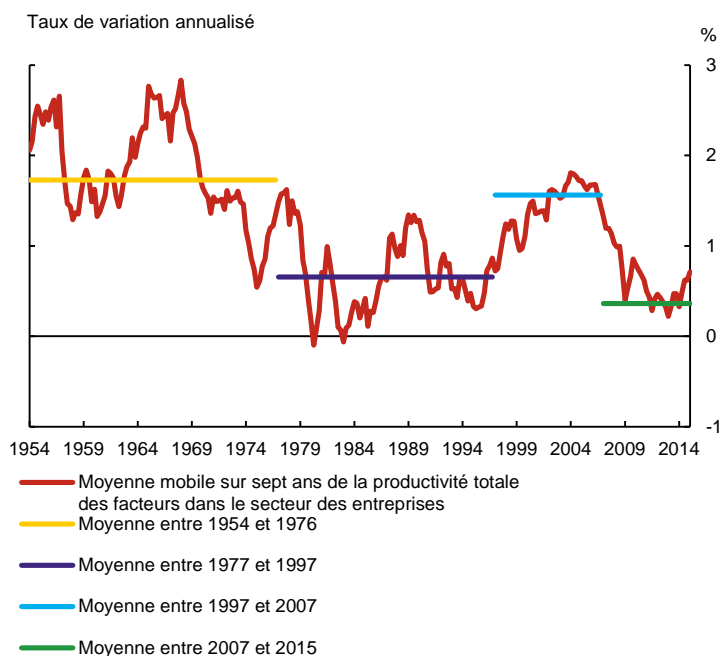
Coup de frein du côté de l'offre

Gordon (2014) et Fernald (2014) considèrent le ralentissement d'après-crise de la croissance de la productivité totale des facteurs comme un retour durable à la norme historique. Selon cette thèse, la croissance élevée de la productivité qu'ont connue les États-Unis avant les années 1970 pendant près de cinq décennies puis du milieu des années 1990 au début des années 2000 était une exception (**Graphique 4**). Du début du XIX^e siècle aux années 1970, la croissance de la productivité a été historiquement élevée sous l'impulsion de toute une série

◀ Certains considèrent le ralentissement d'après-crise de la croissance de la productivité totale des facteurs comme un retour durable à la norme historique.

d'inventions notables (comme le moteur à combustion, le télégraphe, la plomberie intérieure et l'électricité). Il est souvent avancé que les gains de productivité enregistrés lors du dernier cycle d'innovations — communication Internet, robotique et autres — ne seront pas, selon toute vraisemblance, aussi porteurs de transformations que ceux observés au cours du cycle précédent⁵.

Graphique 4 : La croissance moyenne de la productivité à long terme aux États-Unis retourne à la norme historique



Source : Banque fédérale de réserve de San Francisco

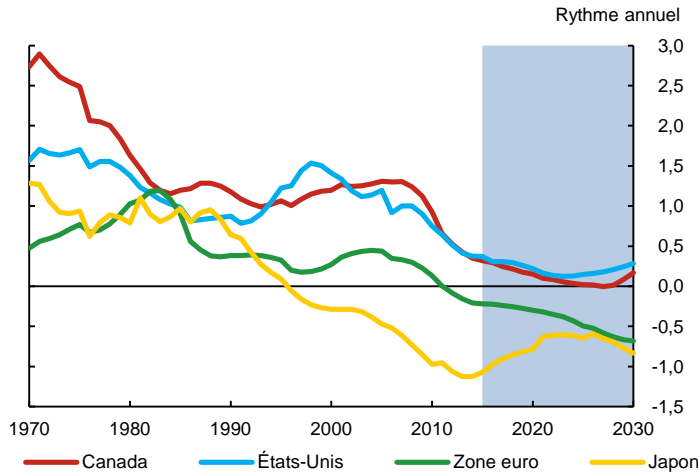
Dernière observation : 2015T1

Les tendances démographiques à long terme pourraient en revanche nuire plus nettement à la croissance que les ralentissements touchant l'implantation des technologies. D'après le **Graphique 5**, le taux de croissance de la population en âge de travailler est négatif au Japon et dans la zone euro, et diminue aux États-Unis comme au Canada. La hausse du taux d'activité des femmes et de l'âge moyen du départ à la retraite a traditionnellement compensé une part de la réduction du taux de croissance de la population en âge de travailler, mais il y a moins de chances que ces tendances se poursuivent de nos jours⁶. Gordon (2014), ainsi que Rachel et Smith (2015) et plusieurs autres encore ont également évoqué la possibilité que l'instruction finisse par plafonner à un certain niveau dans les économies avancées, le nombre d'années de scolarité par travailleur ne pouvant augmenter éternellement. Or, à moins d'être contrebalancés par une hausse de la productivité ou de l'immigration, ces facteurs démographiques auront pour effet d'abaisser la croissance potentielle de l'économie, quelle que soit la productivité du travail.

5 D'après cette assertion, la révolution dans le domaine des technologies de l'information a déjà porté ses fruits. Il est peu probable que les éventuelles innovations à venir, comme les voitures sans chauffeur, changent de beaucoup les pratiques commerciales. Par exemple, la livraison dans les magasins de vente au détail nécessitera encore le rangement manuel des produits dans les rayons. De même, Gordon (2014) estime que les innovations dans les domaines de la robotique ou de l'impression 3D font partie d'un processus plus « évolutionnaire » que « révolutionnaire » et ont peu de chance d'être introduites dans la production de masse.

6 Le taux d'activité diminue depuis quelque temps aux États-Unis mais stagne dans d'autres économies avancées.

Graphique 5 : La croissance de la population en âge de travailler ralentit dans les économies avancées



Nota : La zone ombrée correspond à la période de projection.
 Source : Nations Unies

Dernière année de projection : 2030

Recul à long terme de la demande : la stagnation séculaire

Summers (2014) et Krugman (2014) proposent une explication du ralentissement de la croissance économique qui repose sur la demande : la stagnation séculaire⁷. Pour ces chercheurs, l'insuffisance chronique de la demande, influencée par un certain nombre de facteurs à long terme, comme les tendances démographiques, la montée des inégalités ou le progrès technique, peut générer un niveau d'épargne souhaité supérieur au niveau d'investissement souhaité et amener le taux neutre à moyen et long terme en territoire négatif. Cette situation risque d'engendrer une trappe à liquidité de longue durée dans laquelle il est habituellement impossible, au moyen d'instruments de politique monétaire traditionnels, d'abaisser le taux d'intérêt nominal sous zéro. Dans l'hypothèse où les anticipations d'inflation sont ancrées à la cible de 2 %, un taux d'intérêt nominal nul impliquera un taux directeur réel de -2 %. Si le taux neutre réel à moyen terme est inférieur à -2 %, l'épargne dépassera l'investissement, même en cas de taux d'intérêt nominal nul. L'économie risquerait alors de s'enliser dans une situation où persisterait l'écart de production⁸. Par ailleurs, même si avec un très bas taux neutre à moyen et long terme le plein-emploi était atteint, tout choc négatif important fragiliserait la politique monétaire traditionnelle à court terme, car le taux d'intérêt contemporain nécessaire à l'équilibre du marché pourrait devenir particulièrement négatif⁹.

◀ Pour une partie des chercheurs, l'insuffisance chronique de la demande est influencée par un certain nombre de facteurs à long terme.

7 Bien qu'il puisse être tentant d'adopter ce terme — proposé pour la première fois par Alvin Hansen dans les années trente — pour désigner un phénomène de croissance lente, nous le prenons, à l'instar des travaux récents, dans le sens restreint que lui donnent Summers (2014) et Krugman (2014), à savoir une croissance lente résultant d'une insuffisance chronique de la demande.

8 Summers (2014) et Krugman (2014) soutiennent que les économies avancées connaissent déjà une trappe à liquidité avant la crise et que l'activité aux États-Unis comme dans la zone euro n'a échappé à l'atonie qu'au prix de déséquilibres financiers insoutenables (par exemple, aux États-Unis, bulles technologiques de la fin des années 1990 et bulle immobilière des années 2000; en Europe, inondation de capitaux spéculatifs dans les pays périphériques).

9 D'autres politiques, notamment les politiques monétaires non traditionnelles et la politique budgétaire, peuvent encore être un moyen efficace de relancer l'économie.

Plusieurs facteurs peuvent causer un excédent d'épargne en regard de la demande d'investissements. La démographie est le premier d'entre eux. Les tendances démographiques peuvent avoir une forte influence sur la consommation totale des ménages et leur taux d'épargne. D'ici quelques années, la proportion des 50-64 ans dans la population de la zone euro et des États-Unis atteindra un sommet. Les réserves constituées en prévision de la retraite sont susceptibles de faire augmenter le niveau d'épargne des ménages et de créer des pressions à la baisse sur le taux neutre dans ces pays. Le recul de la population en âge de travailler risque également de faire diminuer la demande d'investissements dans la mesure où il ne sera pas nécessaire de disposer de la même quantité de biens d'équipement compte tenu du nombre réduit de nouveaux travailleurs. La montée des inégalités dans les économies avancées est le second facteur : celle-ci peut aussi entraîner une hausse de l'épargne. Les nantis ayant tendance à épargner davantage, plus la part des revenus qu'ils perçoivent s'accroît, plus le niveau de l'épargne nationale est poussé vers le haut et plus les taux d'intérêt sont orientés à la baisse (Summers, 2014).

Troisième aspect à prendre en considération : une diminution sur une longue période du prix relatif des biens d'équipement suppose que chaque dollar épargné permet désormais d'acquérir plus de capital, ce qui crée un excédent d'épargne en regard de l'investissement (Summers, 2014). Par ailleurs, la réussite des entreprises axées sur les produits technologiques dépend de moins en moins de leurs investissements en capital fixe¹⁰. Enfin, la tertiarisation de l'économie au terme d'une transformation structurelle pourrait à son tour induire une réduction de la demande d'investissements en capital fixe.

Signalons qu'il est possible de relier étroitement certains de ces facteurs de demande aux facteurs d'offre précités. Par exemple, un ralentissement de la croissance sous l'effet de changements démographiques et d'une faible productivité donnerait lieu à une baisse tendancielle du niveau d'investissement souhaité. Il s'ensuivrait une réduction du stock futur de capital et, à terme, de la production potentielle. D'autre part, une insuffisance chronique de la demande conduirait peut-être à une croissance limitée de la productivité et à un taux d'activité bas.

Dans quelle mesure le scénario d'une stagnation séculaire de la croissance est-il déterminé par des facteurs à long terme?

Les facteurs à long terme peuvent évidemment jouer, à des degrés divers, un rôle dans la croissance molle observée au sein des économies avancées. Toutefois, les incidences de ces facteurs, telles qu'elles sont décrites par les analystes de l'offre et de la demande, nous apparaissent quelque peu exagérées, et les scénarios proposés, peu vraisemblables.

Tout d'abord, il est difficile de prévoir avec justesse dans quel sens évolueront les technologies. Selon Mokyr (2014) et Glaeser (2014), nous serions aux portes de plusieurs révolutions technologiques (par exemple, biotechnologie, impression en 3D) susceptibles de générer des gains de productivité importants. Pour Brynjolfsson et McAfee (2011), même si la lente croissance de la productivité à laquelle nous assistons tenait à la réduction du rythme d'adoption de nouvelles technologies, ce phénomène seul ne permettrait pas de prédire la poursuite d'une telle stagnation. Mankiw (2015) soutient que des gains de rendement majeurs liés à l'instruction restent inexploités, tout particulièrement aux États-Unis. Deuxièmement, l'influence de la démographie sur l'évolution du taux

10 À preuve WhatsApp (Summers, 2014), dont la capitalisation boursière est analogue à celle de Sony alors que ses besoins d'investissements en capital fixe sont, en comparaison, dérisoires.

neutre est loin d'être une certitude. Dans un contexte où la génération du baby-boom puisera dans ses réserves à la retraite, l'épargne totale pourrait diminuer; ce recul exercerait, à l'avenir, une pression à la hausse sur le taux neutre, ce qui est antinomique avec le scénario de la trappe à liquidité mis en avant par les tenants de la stagnation séculaire. Troisièmement, les conséquences de la montée des inégalités sur le taux d'épargne ne coulent pas non plus de source, car ce taux s'est amenuisé aux États-Unis ces dix dernières années alors que les inégalités augmentaient¹¹. Quatrième point, le repli à long terme du prix relatif des investissements s'est stabilisé au milieu de la décennie 2000 et n'implique plus un tassement continu de la demande d'investissements dans l'avenir. Enfin, tout recul de la demande d'investissements en capital fixe découlant de la part croissante des investissements dans le secteur tertiaire pourrait être contrebalancé par une hausse des investissements dans les produits de la propriété intellectuelle, comme les logiciels et d'autres produits de la recherche-développement.

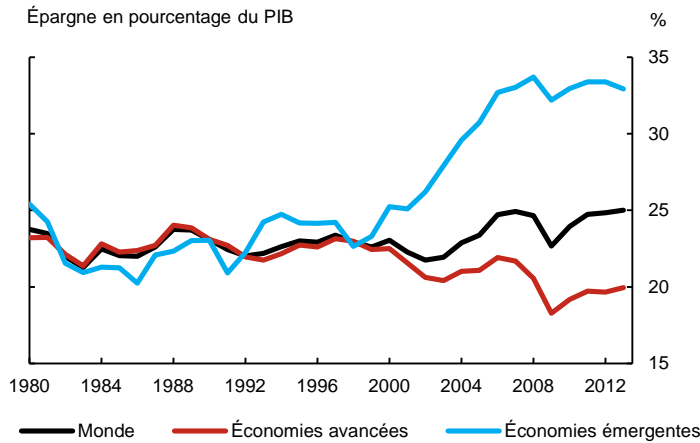
Dans l'ensemble, il n'est pas impossible que ces facteurs à long terme portent le taux neutre réel à moyen terme à un niveau bas dans les économies avancées; en revanche, il est peu probable qu'ils le fassent passer en territoire négatif. Par exemple, selon Hamilton et autres (2015), le taux neutre réel à moyen terme se situerait aux États-Unis entre 0 % et 2 %. De plus, ces facteurs de demande sont moins pertinents dans d'autres régions du globe que dans bon nombre d'économies avancées. S'il existe des possibilités d'investissement lucratives ailleurs dans le monde, pourquoi faudrait-il que les investissements souhaités dans les économies avancées soient confinés aux possibilités d'investissement offertes à l'échelle nationale? L'économie américaine et d'autres économies avancées devraient théoriquement pouvoir afficher une balance courante excédentaire face au reste du monde et, par conséquent, résorber un éventuel excédent d'épargne.

Bernanke (2005 et 2015) offre une explication différente de la hausse de l'épargne mondiale qui permet de comprendre l'absence d'un rééquilibrage de la demande à l'échelle planétaire. Le surplus d'épargne dans le monde provient surtout des pays émergents et des pays exportateurs de pétrole (**Graphique 6**). De nombreuses distorsions induites par les politiques appliquées dans les économies émergentes, notamment l'accumulation excessive de réserves, concourent au gonflement de l'épargne et des flux de capitaux dirigés vers les économies avancées (Dodge, 2006). Au vu toutefois de la chute récente des cours pétroliers, les excédents de la balance courante des pays exportateurs de pétrole vont demeurer faibles selon toute vraisemblance. La poursuite des réformes structurelles ainsi qu'une adhésion pleine et entière à un régime de flottement des monnaies de la part des économies émergentes, et en particulier de la Chine, sont les conditions *sine qua non* à un accroissement de la consommation et à une baisse du niveau de l'épargne. Sans un rééquilibrage soutenu de la demande mondiale qui impliquerait une hausse de la demande des pays émergents, la croissance de l'activité dans les économies avancées continuera de pâtir d'un surplus d'épargne.

◀ *De nombreuses distorsions induites par les politiques appliquées dans les économies émergentes, notamment l'accumulation excessive de réserves, concourent au gonflement de l'épargne et des flux de capitaux dirigés vers les économies avancées.*

11 Une partie des chercheurs (Rajan, 2010 et Summers, 2014) estime que la baisse des volumes d'épargne s'explique principalement par l'essor insoutenable du crédit observé avant la crise, au moment où les ménages à faible revenu étaient incités à consommer au-delà de ce que leur permettaient leurs moyens (cas des prêts hypothécaires à risque). Depuis le renversement du cycle du crédit, l'épargne des ménages est revenue à la normale, à des niveaux plus supportables.

Graphique 6 : Le taux d'épargne des économies de marché émergentes a dépassé le taux mondial



Source : *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international (avril 2014)

Dernière observation : 2013

Des ralentissements cycliques durables de l'activité peuvent plomber la croissance potentielle

Autre explication de l'atonie de la croissance économique : un ralentissement cyclique durable de l'activité peut, en soi, plomber la croissance potentielle (Congressional Budget Office, 2014; Reifschneider, Wascher et Wilcox, 2013; Hall, 2014 et Fonds monétaire international, 2015). La production potentielle dépend du niveau réel du capital et de la croissance tendancielle du facteur travail, de même que de l'état de la technologie. Une réduction prolongée de l'une ou l'autre de ces variables risque d'avoir un effet négatif sur la croissance potentielle à moyen terme.

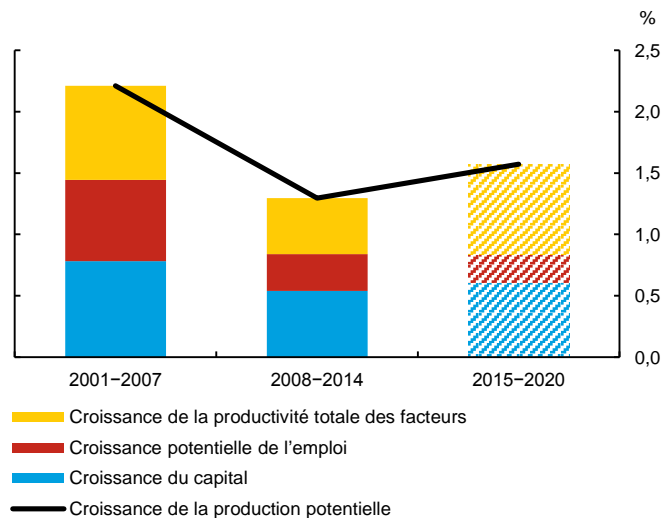
Dans les économies avancées, le ratio investissement/production est tombé à 19,5 % en 2009, après s'être maintenu en moyenne à environ 24 % de 1980 à 2007, et n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. La baisse des investissements s'est traduite par une contraction du stock du capital disponible pour la production, et la persistance de cette décroissance peut freiner la production potentielle. L'effet de cette diminution du stock de capital s'accroît lorsque les entreprises ont un accès limité au crédit ou que, du fait de l'incertitude accrue entourant le rendement escompté de l'investissement, elles sont moins portées à investir.

Un ralentissement cyclique à long terme est également susceptible de restreindre temporairement la croissance potentielle du facteur travail. La Grande Récession des dernières années et la reprise timorée qui lui a succédé ont particulièrement dégradé le marché du travail dans le monde et provoqué une montée disproportionnée du chômage de longue durée et du chômage des jeunes. Il s'ensuit une détérioration des perspectives d'emploi et une érosion des compétences. Le taux d'activité potentiel s'en trouve aussi atténué, certains travailleurs décidant d'opter pour une retraite anticipée et d'autres choisissant, par dépit, de ne plus chercher d'emploi du tout.

En dernier lieu, comme elles provoquent une compression des dépenses que les entreprises consacrent à l'amélioration des méthodes de production et une diminution du rythme auquel la main-d'œuvre actualise ses compétences, les longues récessions peuvent entraîner une réduction aussi bien de la croissance réelle de la productivité totale des facteurs que de la croissance tendancielle. Le resserrement de l'accès au crédit entrave la création d'entreprises et, dans la foulée, fait obstacle à l'innovation ainsi qu'à l'allocation efficiente du capital et de la main-d'œuvre.

Des variables comme l'investissement de productivité et la croissance potentielle du facteur travail sont appelées à se redresser, mais très lentement. Il est par contre moins probable que le rythme de croissance de la productivité et le taux d'activité regagnent le terrain perdu à la suite des évolutions démographiques. C'est pourquoi le Fonds monétaire international (2015) laisse entendre que la croissance de la production potentielle dans les économies avancées pourrait demeurer inférieure au taux moyen d'avant-crise, bien qu'elle soit censée dépasser les niveaux d'après-crise enregistrés jusqu'ici (**Graphique 7**). Malgré des chiffres qui varient énormément dans les faits, plusieurs autres études débouchent sur une conclusion similaire. Pour une partie des commentateurs, les estimations de la production potentielle étaient trop élevées avant la crise. La croissance de l'activité ayant été tirée par une hausse insoutenable du crédit, rien ne présage un retour au niveau d'avant-crise. Le fait que le taux d'inflation était proche de la cible pendant la période précédant la crise remet néanmoins en question cette thèse.

Graphique 7 : La production potentielle devrait croître à un rythme plus lent qu'avant la crise dans les économies avancées



Source : Fonds monétaire international

Implications pour la politique monétaire

Nous l'avons déjà souligné : une croissance lente à moyen et long terme, en ce qu'elle entraîne une réduction du taux d'intérêt neutre, a une incidence sur la conduite de la politique monétaire traditionnelle (Mendes, 2014). Les estimations des taux d'intérêt neutres à moyen et long terme au sein des économies avancées semblent montrer que le taux neutre a diminué par comparaison avec les niveaux affichés il y a dix ans. Aux États-Unis, ces estimations situent le niveau du taux neutre à long terme à l'intérieur d'une fourchette allant de 0 % à 2 % (Hamilton et autres, 2015). Yellen (2015) tend à penser que ce taux s'établirait à 1,75 %. D'après une étude récente de la Banque du Canada (Mendes, 2014), la fourchette actuelle du taux neutre réel se situerait plus probablement entre 1 % et 2 % qu'entre 2,5 % et 3,5 % comme on l'évaluait au milieu de la décennie 2000¹².

Bien que la situation ne soit pas aussi sombre que le tableau présenté par les tenants de la stagnation séculaire, la baisse du taux neutre risque d'accroître la

12 Au vu de la conjoncture défavorable à laquelle est confrontée l'économie canadienne, le taux neutre contemporain se situerait bien en deçà de cette fourchette au Canada (Wilkins, 2014).

probabilité de voir les taux d'intérêt devenir nuls et pourrait constituer une contrainte pour la conduite de la politique monétaire traditionnelle. Pour autant, d'autres facteurs ont une influence contraire (Côté, 2014). En premier lieu, les réformes réglementaires au sein du secteur financier devraient réduire la probabilité d'une grave crise financière à l'échelle mondiale et, par conséquent, la nécessité d'avoir sur la période courante des taux d'intérêt neutres en territoire négatif. En second lieu, le passé récent montre que les banques centrales sont encore en mesure de procéder à une détente monétaire au moyen d'instruments de politique non traditionnels, tels que les indications prospectives ou l'assouplissement quantitatif. En dernier lieu, la valeur plancher des taux nominaux peut être négative, comme dernièrement dans de nombreuses économies avancées. La Banque du Canada analysera attentivement ces phénomènes en vue du renouvellement de la cible d'inflation en 2016.

Conclusion

Toutes choses bien considérées, il apparaît de plus en plus que sous l'effet conjugué de facteurs cycliques et structurels, la croissance des économies avancées pourrait demeurer modérée dans un proche avenir en regard de la moyenne enregistrée avant la crise. Si l'influence de facteurs cycliques persistants, tel le désendettement des secteurs privé et public, finit par disparaître, des facteurs d'offre à long terme comme les tendances démographiques pourraient, en revanche, continuer à exercer une pression à la baisse sur la croissance potentielle.

Les arguments des tenants de la stagnation séculaire n'emportent pas notre adhésion. Même si un recul de la croissance potentielle entraînerait une diminution du taux d'intérêt neutre au sein de nombreuses économies, les autorités monétaires disposeraient encore d'une grande marge de manœuvre. Les estimations actuelles du niveau réel du taux neutre à moyen terme sont, il est vrai, inférieures aux valeurs précédentes, mais elles sont loin de constituer une contrainte pour la conduite de la politique monétaire à moyen terme. Par ailleurs, d'autres politiques publiques (réformes structurelles et instruments de relance budgétaire) devraient permettre de stimuler, partout où elles sont applicables, la croissance potentielle ainsi que la demande agrégée. Reconnaisant ce besoin, les dirigeants du G20 se sont engagés à relancer la demande et à accroître le niveau de la croissance potentielle¹³.

◀ Les estimations actuelles du niveau réel du taux neutre à moyen terme sont inférieures aux valeurs précédentes, mais elles sont loin de constituer une contrainte pour la conduite de la politique monétaire à moyen terme.

Ouvrages et articles cités

Bernanke, B. S. (2005). *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, discours prononcé à la Conférence Homer Jones, St. Louis (Missouri), 14 avril.

— (2015). « Why Are Interest Rates So Low, Part 3: The Global Savings Glut », *Ben Bernanke's Blog*, Brookings Institution, 1^{er} avril. Billet de blogue.

Brynjolfsson, E. et A. McAfee (2011). *Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy*, Lexington (Massachusetts), Digital Frontier Press.

13 Dans leur communiqué publié en novembre 2014, les dirigeants du G20 s'engagent à mettre en œuvre des mesures qui accroîtraient de 2 % de plus le PIB des pays du G20 d'ici 2018.

- Congressional Budget Office (2014). *Revisions to CBO's Projection of Potential Output Since 2007*, Congrès des États-Unis.
- Côté, A. (2014). *Le ciblage de l'inflation en période d'après-crise*, discours prononcé devant la CFA Society Calgary, Calgary (Alberta), 18 septembre.
- Dobbs, R., S. Lund, J. Woetzel et M. Mutafchieva (2015). *Debt and (Not Much) Deleveraging*, McKinsey Global Institute.
- Dodge, D. (2006). *Les déséquilibres mondiaux : Pourquoi s'en soucier? Comment y remédier?*, discours prononcé devant la New York Association for Business Economics, New York (New York), 29 mars.
- Fernald, J. (2014). *Productivity and Potential Output Before, During, and After the Great Recession*, document de travail n° 20248, National Bureau of Economic Research.
- Fonds monétaire international (FMI) (2015). « Où allons-nous? Points de vue sur la production potentielle », *Perspectives de l'économie mondiale : Croissance inégale — Facteurs à court et long terme*, avril, p. 73-115.
- Glaeser, E. L. (2014). « Secular Joblessness », *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (Royaume-Uni), CEPR Press, p. 69-88. Livre numérique, Internet : VoxEU.org.
- Gordon, R. J. (2014). « The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds », *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (Royaume-Uni), CEPR Press, p. 47-59. Livre numérique, Internet : VoxEU.org.
- Hall, R. E. (2014). *Quantifying the Lasting Harm to the U.S. Economy from the Financial Crisis*, document de travail n° 20183, National Bureau of Economic Research.
- Hamilton, J. D., E. S. Harris, J. Hatzius et K. D. West (2015). *The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future*, document de travail n° 21476, National Bureau of Economic Research.
- Krugman, P. (2014). « Four Observations on Secular Stagnation », *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (Royaume-Uni), CEPR Press, p. 61-68. Livre numérique, Internet : VoxEU.org.
- Mankiw, G. (2015). *Secular Stagnation: Do We Have it? If So, What Should We Do About it?*, table ronde à la réunion annuelle de l'American Economic Association, Boston (Massachusetts), 3 janvier.
- Mendes, R. R. (2014). *The Neutral Rate of Interest in Canada*, document d'analyse n° 2014-5, Banque du Canada.
- Mokyr, J. (2014). « Secular Stagnation? Not in Your Life », *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (Royaume-Uni), CEPR Press, p. 83-110. Livre numérique, Internet : VoxEU.org.
- Rachel, L., et T. Smith (2015). « Drivers of Long-Term Global Interest Rates — Can Weaker Growth Explain the Fall? », *Bank Underground*, Banque d'Angleterre, 27 juillet. Billet de blogue.
- Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

- Reifschneider, D., W. Wascher et D. Wilcox (2013). *Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2013-77.
- Reinhart, C. M. et K. S. Rogoff (2009). « The Aftermath of Financial Crises », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 99, n° 2, p. 466-472.
- (2014). « Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 104, n° 5, p. 50-55.
- Summers, L. H. (2014). « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, p. 65-73.
- Wilkins, C. (2014). *La politique monétaire et la reprise décevante*, discours prononcé devant la CFA Society Toronto, Toronto (Ontario), 22 septembre.
- Woodford, M. (2003). *Interest & Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Yellen, J. L. (2015). *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives*, discours prononcé devant la Banque fédérale de réserve de San Francisco, San Francisco (Californie), 27 mars.