

La politique économique est la cause du problème

John B. Taylor



John B. Taylor est titulaire de la chaire Mary and Robert Raymond de sciences économiques à l'université Stanford.

LA STAGNATION séculaire fait l'objet d'intenses débats depuis 2013, lorsque Lawrence Summers a avancé l'hypothèse que «l'économie dans sa structure actuelle n'est pas en mesure d'assurer, à la fois, une croissance satisfaisante et des conditions financières stables».

Lors d'une récente conférence, il a affirmé que durant les quinze dernières années, l'économie s'était heurtée à une «augmentation sensible de la propension à épargner et à une réduction sensible de la propension à dépenser et à

investir», qui maintenaient les taux d'intérêt d'équilibre et la croissance économique à un faible niveau.

Durant ces dernières années, la croissance économique a été incontestablement faible, a fortiori si l'on tient compte de la crise financière. Mais expliquer cela par la stagnation séculaire soulève des incohérences ou, pour le moins, des doutes.

Les faibles taux d'intérêt fixés par les autorités monétaires, dont la Réserve fédérale, avant la crise financière correspondaient à une expansion caractérisée par une montée de l'inflation et un repli du chômage, et non à l'affaiblissement des conditions économiques et au chômage élevé de la stagnation séculaire. Les faits contestent l'argument selon lequel les taux d'intérêt réels d'équilibre (à savoir le rendement réel nécessaire pour que la production soit égale à la production potentielle) étaient faibles avant la crise. En outre, le fait que les banques centrales aient opté pour de faibles taux d'intérêt depuis la crise infirme l'idée que les taux d'intérêt réels d'équilibre étaient tout simplement faibles. De fait, durant ces derniers mois les taux longs se sont redressés dans la perspective de la normalisation de la politique monétaire.

À mon sens (et je ne suis pas le seul à le croire) il y a une autre explication plus plausible à la faible croissance enregistrée depuis la crise financière : le récent basculement de la politique économique. Prenons la productivité (production par heure ouvrée), qui avec la croissance de l'emploi alimente la croissance économique. La croissance de la productivité est aujourd'hui au plus bas; elle est de fait négative depuis quatre trimestres. Mais il n'y a rien de séculaire à cela. Du reste, la

productivité a connu de fortes fluctuations par le passé : l'effondrement des années 70, le rebond des années 80 et 90 et le repli actuel.

Ces fluctuations sont étroitement liées à des variations des politiques économiques, principalement des politiques structurelles ou liées à l'offre. Autrement dit, celles qui relèvent du potentiel de production et la capacité de l'économie à produire. Durant les années 80 et 90, les réformes fiscales, réglementaires, monétaires et budgétaires ont réussi à doper la croissance de la productivité aux États-Unis. En revanche, la stagnation des années 70 et de ces dernières années va de pair avec une rupture à l'égard des principes de réforme fiscale, comme par exemple la réduction des taux marginaux et l'élargissement de l'assiette, avec une intensification de la réglementation, et avec une politique budgétaire et monétaire erratique. Durant les 50 dernières années, les politiques structurelles et les résultats économiques ont connu des mouvements de balancier suivant en cela un cycle marqué de politiques-résultats.

Pour apprécier le potentiel considérable de changement de politique économique aujourd'hui, il suffit d'observer les récentes fluctuations de la croissance de la productivité : entre 2011 et 2015 la productivité n'a progressé que de 0,4 % par an, contre 3,0 % entre 1996 et 2005.

Comment expliquer le récent repli? Une décomposition de la croissance met en évidence des investissements insuffisants — le capital par travailleur a accusé un repli étonnant de 0,2 % par an entre 2011 et 2015, contre une augmentation 1,2 % entre 1996 et 2005 — et un repli de l'application de nouvelles idées, soit de la productivité totale des facteurs, qui n'était que de 0,6 % en 2011-15, contre 1,8 % en 1996-2005.

Pour inverser cette tendance et recueillir les fruits d'une forte poussée de croissance, les États-Unis ont besoin d'une autre dose de réformes structurelles — dans les domaines réglementaire; fiscal, budgétaire et monétaire — pour déployer les incitations qui permettront d'accroître les investissements et d'appliquer de nouvelles idées. Ces réformes contribueraient en outre à accroître la participation à la population active et, partant, l'emploi, d'où un autre coup de pouce à la croissance.

L'avis que le problème tient à la politique économique infirme l'argument de la stagnation séculaire, mais le débat actuel appelle davantage de travaux empiriques. Les dernières élections aux États-Unis augmentent les probabilités de réformes fiscales, réglementaires, monétaires et, sans doute, budgétaires; autrement dit l'on pourrait assister à une autre fluctuation convaincante du cycle politiques-résultats qui viendrait s'ajouter à la base de données empirique. ■