

LE TEMPS POUR PRODUIRE

RÉFLEXIONS ANALYTIQUES SUR LES DIFFICULTÉS DE REPRISE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE¹

Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno

OFCE, Sciences Po

Si l'on veut répondre à la question du niveau de taux de croissance potentiellement atteignable, il importe de connaître le profil de l'investissement productif, à quel horizon la nouvelle capacité de production est construite et donc disponible, à quel horizon elle est détruite. Ainsi, un vieillissement du capital productif, conséquence du ralentissement des dépenses d'investissement, peut expliquer la faiblesse actuelle du taux de croissance potentiel, tandis que le temps nécessaire pour son rajeunissement peut expliquer pourquoi cette faiblesse est durable.

Mots clés : Crise, investissement, temps pour construire, croissance potentielle.

Deux observations ont surgi dans le débat récent de politique économique : la valeur du multiplicateur budgétaire a été sous-estimée dans les modèles de conjoncture à quelques exceptions près (voir notamment Creel *et al.*, 2011) avec comme conséquence de sous-estimer l'impact négatif des politiques d'austérité sur le revenu et l'emploi (Blanchard et Leigh, 2013) ; lorsqu'elle se manifeste, la reprise de l'activité est moins forte et plus lente qu'elle ne l'a été au cours des cycles précédents. Manifestement le retard enregistré tient à l'atonie des dépenses d'investissement.

1. Ce papier a été financé par le septième programme cadre de la Communauté européenne (FP7/2007-2013) – Programme Sciences Sociales et Humaines, grant agreement no. 320278 (RASTANEWS).

Cette difficulté des économies développées à retrouver le chemin de la croissance a conduit nombre d'économistes à s'interroger sur une possible diminution du taux de croissance à moyen ou long terme et à envisager la possibilité d'une stagnation séculaire (Gordon, 2014 ; Summers, 2014). Cette stagnation serait, suivant un premier type d'explication, le résultat d'un épuisement des gains de productivité potentiellement contenus dans les nouvelles technologies (Fernald, 2014). Une explication complémentaire, sinon alternative, serait que le ralentissement observé des gains de productivité serait moins un fait technologique que la conséquence des difficultés de fonctionnement de l'économie de marché, de son incapacité à saisir les gains potentiels. Le creusement des inégalités, l'accroissement des dépenses improductives, l'accroissement des dettes publiques et privées, la récurrence de la formation de bulles spéculatives seraient autant de symptômes de ces dysfonctionnements, et auraient pour effet, cycle après cycle, de réduire ce que l'on continuera à appeler le taux de croissance potentiel, et d'augmenter le taux de chômage qualifié de naturel qui lui correspond. Sans doute, cet ensemble de symptômes peut être ramené à la disparition d'occasions d'investir en présence d'une épargne abondante, qui entraînerait la chute du taux d'intérêt réel assurant le plein emploi (Summers, 2014).

L'hypothèse de travail défendue ici est quelque peu différente. L'accent est bien mis sur les décisions d'investir, mais en faisant valoir que la clé du problème résiderait dans les distorsions apparues dans la structure par âge du capital productif et dans la nature des dépenses effectuées, selon qu'elles sont productives ou improductives. Ce serait ces distorsions au caractère récurrent et le partage entre dépenses productives et improductives qui contribueraient à les déterminer, dont les effets feraient obstacle à la croissance. Il s'ensuivrait que ni une relance de la demande, ni une baisse des coûts ne constitueraient des solutions adéquates car faisant abstraction à la fois du temps pour produire et de l'hétérogénéité des dépenses.

L'article est organisé comme suit. La notion de croissance potentielle et la notion jumelle de taux de chômage naturel seront questionnées au regard de l'existence d'un effet d'hystérèse signifiant que la variation des dépenses d'investissement est susceptible d'affecter durablement la trajectoire à long terme de l'économie

(section 1). La théorie du multiplicateur sera, alors, revisitée de manière à faire place au jeu des stocks et des phénomènes de dépendance temporelle qui en découlent (section 2). L'accent sera plus particulièrement mis sur le fait que la production prend du temps et qu'une capacité productive doit être construite avant de pouvoir être utilisée impliquant de bien distinguer l'investissement productif de la consommation finale (section 3). La question de l'impact de la dépense publique sera posée dans les nouveaux termes (section 4). En conclusion, il sera fait état de la pertinence de cette problématique quand il est question de faire concrètement reposer la reprise de la croissance sur des investissements porteurs de nouvelles technologies et répondant à de nouvelles configurations de la demande.

1. Croissance potentielle et effet d'hystérèse

La notion de croissance potentielle est *a priori* au cœur du débat. Aux termes de la synthèse néo-classique, le taux de croissance potentiel est principalement déterminé par les gains de productivité associés au progrès technique. L'hypothèse sous-jacente à cette définition, apparemment simple, est que l'économie tend à revenir rapidement à un régime régulier caractérisé par une utilisation « normale » des facteurs de production. Seule l'augmentation de la productivité qui découle du progrès technique peut engendrer un taux de croissance potentiel plus élevé. Cette définition conduit à dissocier croissance et cycles et à attribuer les fluctuations autour de la tendance de long terme aux variations de la demande globale. La macroéconomie moderne maintient la référence à ce taux de croissance potentiel, à un sentier d'équilibre dont le profil est associé à des chocs positifs ou négatifs de productivité. Les écarts à la tendance (par rapport à des fluctuations réputées « naturelles ») sont attribués à des rigidités de prix qui résultent soit de mauvaises institutions, soit de comportements rationnels en présence d'une information imparfaite. Le même concept, celui de taux de croissance potentiel (ou simplement de produit potentiel), conduit à formuler l'idée qu'il existe un *output gap*. Seule change la façon de le résorber : agir sur la demande globale par le moyen de la politique budgétaire pour certains ; suivre une règle de politique monétaire et réformer le mode de fonctionnement des marchés afin de rendre l'offre compétitive pour d'autres.

En fait, la notion de taux de croissance potentiel, de même d'ailleurs que la notion jumelle de taux de chômage naturel, est questionnable en raison de l'existence des effets d'hystérèse faisant dépendre le taux de croissance potentiel de la séquence passée des taux de croissance courants (et le taux de chômage naturel de la séquence des taux de chômage passés) (Blanchard et Summers 1986, 1987 ; Delong et Summers, 2012 ; Reifschneider, Wascher, Wilcox, 2013). L'idée la plus simple est que la durée du chômage, en rendant ceux qui en sont victimes inemployables, et donc en réduisant le capital humain, pèse à la fois sur le taux de chômage structurel et sur le taux de croissance.

Cependant, ce questionnement va plus loin et concerne la théorie de la croissance elle-même. Le débat porte sur la source même de la croissance : faut-il y voir le résultat des préférences des agents économiques induites par les institutions ou par la structure des marchés, ou bien faut-il y voir le résultat des comportements d'investissement ou plus précisément du profil temporel de ces comportements ? Dans la deuxième perspective, il y a bien un effet d'hystérèse sur le taux de croissance qui passe par ce qu'il advient *au cours du temps* du stock de capital. Si le taux de croissance courant devient de plus en plus faible, il en est de même du taux de croissance qualifié de potentiel du fait de l'effet négatif induit sur le stock de capital (son volume, son âge, sa qualité). Dans ces conditions, il est impossible de retrouver un taux de croissance élevé, correspondant à un potentiel technologique, sans qu'il y ait un surcroît durable des dépenses d'investissement qui mettront nécessairement du temps à rendre l'effet attendu. Le vieillissement comme le rajeunissement du capital productif doivent être pris en compte pour établir ce que peut être le taux de croissance de moyen terme. C'est précisément par son impact sur la structure du capital productif que la demande peut avoir un effet sur la croissance potentielle. Ainsi, quand l'économie est soumise à une politique monétaire restrictive, comme ce fût le cas dans les années 1980, pour faire face à des tensions inflationnistes (voire même seulement à des anticipations inflationnistes) impliquant des taux d'intérêt durablement élevés, le risque est grand que l'investissement s'en trouve pénalisé. Si tel est le cas, dans la phase de reprise de l'activité qui suit, la contrainte d'offre et par la suite la barrière inflationniste sont atteintes à un niveau du taux de croissance plus

bas que précédemment et un niveau du taux de chômage compatible avec la stabilité des prix plus haut. Ces niveaux de taux de croissance et de taux de chômage sont, alors, assimilés respectivement au taux de croissance potentiel et au taux de chômage naturel, alors qu'ils sont le fruit des événements courants. Quand une économie a subi un ralentissement persistant de la demande, comme cela se produit depuis 2008, l'investissement est réduit et avec lui la capacité de production future. L'offre potentielle des périodes futures se trouve contrainte par la demande de la période courante. Les effets de relance d'une stimulation de la demande pourraient s'en trouver fortement affectés du fait d'une insuffisance d'offre (de capacité), expliquant la difficulté de rebond au sortir de la récession.

L'hypothèse peut, alors, être émise que le potentiel de croissance ne sera pas affecté par des récessions courtes qui n'affectent pas véritablement le profil temporel du capital productif et qu'il le sera, en revanche, si la récession est longue. Il y aurait ainsi un corridor de stabilité (de la croissance) au sein duquel les forces du marché préviendraient des distorsions dommageables de la capacité productive. La sortie de ce corridor serait, en revanche, synonyme de chute du taux de croissance potentiel ou si l'on préfère d'une tendance baissière de ce taux de croissance au fil des fluctuations. C'est ce qui aurait fait la différence d'évolution entre les États-Unis et les pays d'Europe continentale dans les années 1980. D'un côté une politique monétaire restrictive brutale mais courte a provoqué une récession elle-même brutale et courte et donc sans effet durable sur l'investissement, au contraire de ce qui s'est produit notamment en France où la politique de désinflation a été longue et a pesé longtemps sur l'investissement et la croissance potentielle.

La théorie de la croissance sous-jacente est celle initiée par Harrod, théorie qui fait dépendre le taux de croissance garanti (*warranted*), ou taux de croissance qui satisfait les entrepreneurs, des comportements d'investissement de ces derniers. Cette théorie, au demeurant rudimentaire, fait état du jeu conjoint du multiplicateur et de l'accélérateur, c'est-à-dire de l'effet de l'investissement sur le revenu et de l'effet du revenu sur l'investissement. Aussi la véritable question concerne-t-elle le volume et la nature des investissements, plus précisément, des investissements induits.

La demande joue ici un rôle essentiel, mais pas celui que lui attribue la synthèse néo-classique. La question n'est pas de combler une insuffisance de demande en présence de capacités de production inutilisées, mais de savoir comment les variations du revenu, *via* la demande, affectent la configuration de la capacité productive et par la suite le niveau du taux de croissance. Dans ces conditions, stimuler la demande courante n'a véritablement de sens que si cette stimulation a pour corollaire la construction d'une nouvelle capacité productive.

2. La théorie du multiplicateur revisitée

Cette perception du problème conduit à s'interroger sur la validité de la théorie du multiplicateur, ce dont Hicks (1974) s'était enquis au seuil des événements et des critiques qui allaient emporter la théorie keynésienne standard. L'essentiel de son message, qui reprend les résultats de travaux antérieurs (Hicks, 1950) tient dans la considération que le multiplicateur n'opère qu'avec le temps. L'analyse se décline en plusieurs propositions qui ont en commun d'introduire ce qui est absent du modèle standard : le rôle des stocks.

Suivant la théorie élémentaire du multiplicateur, à la suite d'un investissement initial (par exemple en logements), les travailleurs nouvellement employés reçoivent des salaires qu'ils vont dépenser en achats de biens de consommation susceptibles de stimuler la production de ces mêmes biens, de nouvelles embauches et une nouvelle distribution de revenus. La réalité du mécanisme du multiplicateur dépend, toutefois, de l'état des stocks et des comportements induits. Si les producteurs de biens de consommation procèdent à une diminution de leurs stocks, l'effet sur l'emploi de la dépense initiale s'en trouve affaibli. Certes, les producteurs de biens de consommation sont incités à reconstituer leurs stocks, mais leur réponse peut ne pas être immédiate. Des délais parfois considérables peuvent exister qui affectent, sinon le résultat final sur le revenu et l'emploi, du moins la vitesse avec laquelle il est obtenu.

Il en est des biens intermédiaires comme des biens de consommation. L'investissement initial (la demande de logements) exige des entreprises réceptonnaires de la demande supplémentaire de

disposer de davantage de biens intermédiaires. En l'absence de stocks disponibles de ces biens, la dépense initiale d'investissement (la production qui lui correspond) est bloquée et avec elle la création d'emplois. Des biens intermédiaires supplémentaires doivent être produits et cela prend du temps. À défaut, il faut les soustraire à d'autres productions. S'il s'agit de la production de biens d'équipement, il y a simplement substitution d'un investissement à un autre. S'il s'agit de la production de biens de consommation, la production et l'emploi dans ce secteur sont réduits. Dans les deux cas, l'effet sur le revenu et l'emploi est annihilé. Dans une économie ouverte, échapper à ce dilemme est possible en important des biens intermédiaires ou des biens de consommation. Un déficit extérieur s'ensuit, lequel peut n'être que transitoire, le temps que les nouvelles capacités productives soient construites. Dans ce dernier cas, l'effet sur le revenu et l'emploi peut être faible (voire nul) à court terme, mais devenir significatif à moyen terme.

La reconstitution des stocks et la construction de nouvelles capacités de production procèdent de réactions dont il a été indiqué qu'on n'en connaissait ni l'ampleur, ni le moment. Une autre variable intervient, alors, qui commande le comportement des entreprises : leur capacité financière. Un endettement excessif est manifestement la cause d'un allongement des délais. Globalement, dans un premier temps, l'épuisement des réserves financières et le montant excessif des dettes accumulées, que renforcent des anticipations pessimistes, expliquent l'entrée en récession et l'aggravation progressive de cette dernière. Dans un deuxième temps, le nécessaire rétablissement des bilans rend plus difficile la relance de l'activité par une stimulation de la demande.

De ces considérations, il apparaît qu'il existe des obstacles à la reprise qui tiennent à l'absence ou à l'insuffisance des stocks disponibles de biens intermédiaires, de biens d'équipement et de biens de consommation résultant, d'une part, de destructions opérées pendant la période de récession et liées à la durée éventuellement longue de celle-ci, d'autre part, des délais de réaction des entrepreneurs en réponse aux futures opportunités. Il existe, ainsi, un paradoxe apparent. L'offre est certes contrainte par la demande (l'insuffisance des débouchés). Mais une relance par la demande se heurte au manque possible de stocks réels et de capacité financière. Les effets s'en trouvent, sinon sérieusement affaiblis, du moins

retardés. Une valeur élevée du multiplicateur en réaction à la baisse des dépenses n'implique pas que la valeur de ce même multiplicateur soit également élevée en réaction à leur hausse. En l'occurrence, c'est le signe positif ou négatif de l'impulsion budgétaire qui est en cause plus que l'état de basse ou de haute conjoncture auquel il est, le plus souvent, fait référence (Blot *et al.*, 2014).

La question qui apparaît comme centrale concerne la façon dont sont déterminés les investissements induits par une dépense initiale, privée ou publique (une demande d'investissement). Dans les termes classiques, poser cette question revient à rappeler que ce qu'il advient du revenu et de l'emploi dépend de l'interaction entre multiplicateur et accélérateur. Encore convient-il de ne pas en avoir une vision globale conduisant à fondre dans un même agrégat l'investissement autonome et les investissements induits : il ne faut notamment pas oublier qu'un programme d'investissement public ne peut être conduit avec toute l'efficacité nécessaire que s'il induit d'autres investissements (Hicks, 1950). Souligner ainsi l'importance des investissements induits requiert de considérer les délais de gestation de ces investissements, celui qui sépare le signal de la décision et celui qui sépare la décision de la réalisation, dont la longueur affecte ce qu'il advient finalement du revenu et de l'emploi.

Ces délais seront d'autant plus élevés que les investissements induits portent sur de nouveaux matériaux ou de nouveaux biens et véhiculent de nouvelles technologies. Dans une économie en dépression, caractérisée par un chômage massif et des excédents de capacité dans la totalité des secteurs d'activité, il est clair que l'on est confronté à un problème de communication entre salariés – consommateurs et producteurs –, qui peut être résolu en distribuant un revenu aux ménages qui peuvent ainsi signaler une demande pour des biens immédiatement disponibles avec un effet multiplicateur élevé. Il n'en est pas de même dans une économie, certes en récession, mais caractérisée par une incertitude empêchant qu'un signal puisse donner lieu à une décision et à un résultat immédiats. Les entrepreneurs doivent s'assurer de la réalité des demandes futures qui restent, pour une part, latentes. Le caractère irréversible de certains investissements (tangibles ou intangibles) peut les inciter à reporter leurs décisions dans l'attente de plus d'informations, préservant ainsi la gamme des choix futurs

éligibles (Hicks, 1974), mais réduisant l'impact sur le revenu et l'emploi. La situation actuelle, qualifiée de grande récession, relève du deuxième cas de figure plutôt que du premier. Ceci explique la difficulté, notamment dans la zone euro, mais aussi aux États-Unis et au Japon, de faire redémarrer les dépenses d'investissement en dépit de politiques monétaires très expansionnistes (et en dehors de la zone euro aussi de politiques budgétaires accommodantes).

3. L'effet des distorsions temporelles de la capacité productive

Si l'on veut répondre à la question du niveau de taux de croissance potentiellement atteignable, il importe de connaître le profil de l'investissement, en fait de l'investissement productif, à quel horizon la nouvelle capacité de production est construite et donc disponible, à quel horizon elle est détruite. Ainsi, un vieillissement du capital productif, conséquence du ralentissement des dépenses d'investissement, peut expliquer la faiblesse courante du taux de croissance potentiel, tandis que le temps nécessaire pour son rajeunissement peut expliquer pourquoi cette faiblesse est durable.

Il importe ensuite de prendre en considération la nature des dépenses effectuées. Imaginons, à la suite de Hicks (1973), une économie globale en état de croissance régulière dans laquelle le produit final est réparti entre une masse salariale, dédiée à payer les travailleurs employés à construire et utiliser la capacité de production, et un prélèvement qui alimente la demande du même produit. La masse des salaires constitue ici une dépense productive. Le prélèvement peut être qualifié de dépense improductive dans la mesure où c'est une dépense qui ne sert pas directement à construire et utiliser une capacité de production. Ce prélèvement peut être interprété comme la consommation des capitalistes (la part des profits non-investie) ou une consommation sociale (des cotisations ou des impôts finançant des prestations ou des dépenses sociales).

En régime régulier, le prélèvement n'a pas d'effet sur la croissance, mais il affecte la productivité du travail. Plus il est élevé, plus l'épargne investie est faible et plus la productivité du travail est elle-même faible pour un niveau donné du taux de croissance. Quand le prélèvement est positif, le taux de profit est supérieur au

taux de croissance. Quand ce prélèvement diminue, le taux de profit diminue et converge vers le taux de croissance et la productivité du travail augmente. La chute de la productivité du travail est ici associée, certes à une baisse du taux d'épargne, mais aussi à son corollaire qui est la hausse des dépenses dites improductives, c'est-à-dire qui ne concourent pas à construire et utiliser une capacité productive. De deux économies, ayant le même taux de croissance, mais distinguées par des niveaux différents de taux de prélèvement, celle dont la part des salaires est la plus faible (dont la part des dépenses improductives est la plus élevée) est aussi celle dont le taux de profit est le plus élevé (Hicks, 1973).

Une préférence accrue pour la liquidité des ménages comme des entreprises, manifestation, comme lors de la crise en 2008, d'une contrainte de désendettement, introduit une rupture de ce régime régulier. Ce choc conduit à des destructions ou à des diminutions de taux d'utilisation de la capacité de production opérationnelle, mais aussi à un recul des dépenses de construction de nouvelles capacités (*i.e.* des investissements productifs). Un choc d'offre va de pair avec un choc de demande. En l'absence d'une intervention discrétionnaire du gouvernement, des fluctuations prennent place qui se traduisent par une diminution du taux de croissance moyen (et une hausse du taux de chômage) (Amendola et Gaffard, 1988).

Prévenir ces fluctuations ou simplement la stagnation suppose de trouver les moyens de soutenir l'investissement (Amendola et Gaffard, 1988, 2008). Une solution réside dans une diminution du prélèvement qui doit permettre de dégager des ressources pour investir. Ce déplacement de ressources peut entraîner une diminution de la consommation finale et donc de l'offre courante dès lors que la possibilité d'augmenter l'investissement (et la masse salariale correspondante) se heurte au manque de confiance des entrepreneurs ou à un goulot d'étranglement du côté des ressources humaines disponibles avec pour autre conséquence une hausse des liquidités oisives. Le taux de croissance peut durablement diminuer et une stagnation séculaire s'installer.

À l'opposé, un accroissement du prélèvement est susceptible de soutenir une demande courante défaillante, mais en substituant la consommation finale à l'investissement entraînant une distorsion dans la structure temporelle de la production qui se propage dans le temps, avec des effets incertains sur l'emploi. Le rebond ultérieur

de l'activité est d'autant plus difficile ; des fluctuations erratiques peuvent prendre place.

Le scénario le plus favorable est manifestement celui dans lequel la diminution du prélèvement (de la consommation improductive) s'accompagne effectivement d'une augmentation de l'investissement dans de nouvelles technologies (*i.e.* des sommes consacrées à la construction d'une capacité productive) qui intervient sous condition de relâchement de la contrainte de ressources humaines. Dans ce cas de figure, le taux de croissance est stabilisé et l'augmentation des salaires est susceptible de faire évoluer les préférences des agents économiques qui vont demander, non pas davantage les mêmes biens, mais une gamme élargie de biens, faisant ainsi droit à l'innovation (Amendola et Gaffard, 1988).

L'allongement de la durée et la hausse des coûts de construction des capacités productives, toutes choses égales par ailleurs, ne peuvent que réduire pendant un temps la capacité de production en état d'utilisation. Un investissement global constant en coût débouche sur un investissement en capacité moindre. L'investissement en capacité ne sera maintenu qu'à la condition de disposer de moyens de financement accrus et pourvu que les ressources humaines requises soient également disponibles.

Le recul de l'activité du fait de l'accumulation de liquidités oisives peut être interprété comme le résultat d'une insuffisance de la demande globale, auquel cas le seul problème à résoudre est un problème de communication entre les entreprises et les ménages impliquant de rendre cohérentes entre elles leurs anticipations à court terme. Il se peut, en revanche, que la réticence à investir de la part des entreprises et la réticence à consommer de la part des ménages reflètent une révision à la baisse des anticipations à long terme, en fait une incertitude radicale quant à la nature de la demande future comme de l'offre. Il n'y a pas d'autre solution, alors, que de parvenir à soutenir, non pas une demande vis-à-vis de laquelle une capacité de production serait disponible, mais la consommation finale en même temps que l'investissement, entendu comme la construction d'une nouvelle capacité productive afin de rendre viable le sentier suivi. C'est en ce sens que la maîtrise du temps est indispensable. La politique économique doit être conçue de telle manière qu'elle puisse assurer une certaine régularité dans la constitution de la nouvelle capacité productive.

Le défi est d'autant plus difficile à relever qu'au besoin de coordination inter-temporelle propre à chaque économie vient se greffer une exigence de coordination internationale dans un espace intégré, qui plus est soumis aux contraintes impliquées par une union monétaire.

En bref, s'il y a un risque de stagnation qualifiée de séculaire, ce serait bien davantage en raison de défaillances de coordination qu'en raison d'un épuisement des opportunités d'innovation, épuisement annoncé par les uns (Gordon, 2014), mais contesté par d'autres (Brynjolfsson et McAfee, 2014). Conjuré ce risque requiert de lisser les fluctuations de manière à éviter les effets d'hystérèse préjudiciables à la croissance en soutenant l'investissement productif.

4. De l'influence de la dépense publique

L'effet d'hystérèse affecte, naturellement, ce que l'on peut attendre de la dépense publique. La proposition est avancée que son existence justifie de limiter le ralentissement de l'activité en augmentant les dépenses publiques, et ce d'autant plus que les taux d'intérêt étant bas et le poids de la dette réduit, ces dépenses seraient autofinancées (DeLong et Summers, 2012 ; International Monetary Fund, 2014). Cette analyse repose, toutefois, sur deux conditions liées : qu'il existe des capacités de production inemployées qui permettent de répondre instantanément au supplément de demande publique ; que la destruction de capital humain et de capital physique n'ait pas été trop importante, autrement dit que la durée du ralentissement n'ait pas été trop longue. Or il n'est pas sûr que ces conditions soient réunies, notamment si le rebond de la croissance est attendu d'investissements dans de nouvelles activités pour lesquelles les ressources productives ne sont pas encore disponibles ou si l'organisation des pouvoirs publics conduit à privilégier des dépenses publiques improductives.

Dans les termes de l'analyse retenue, le prélèvement peut être assimilé à l'impôt qui sert à financer la dépense publique. Le budget du gouvernement ainsi introduit est équilibré. La dépense publique y est conçue comme une pure dépense de consommation. Si tel est bien le cas, la hausse de la dépense publique équilibrée par la hausse des impôts aura l'effet décrit plus haut de créer des distor-

sions préjudiciables à la croissance. Cependant, une fraction de la dépense publique – les investissements en infrastructures mais aussi les investissements dans le domaine de la recherche, de l'éducation ou de la santé ou les subventions à l'investissement privé – est une contribution à l'accumulation de capital productif. Elle ne peut donc pas être assimilée au prélèvement dans la définition qui en est ici donnée et, le cas échéant, s'y substituer. Augmenter cette fraction a le mérite de soutenir la consommation (par le versement de salaires aux travailleurs engagés dans la construction des nouvelles capacités) en même temps que l'investissement en tant que construction de capacité. Par ailleurs, la possibilité pour le gouvernement d'emprunter à un coût faible, voire nul, dans un contexte où il existe des liquidités oisives crée l'opportunité de réaliser ces investissements sans qu'il soit nécessaire de réduire la dépense publique non-productive. Les conditions d'un rebond durable de la croissance peuvent être réunies. Il reste que la durée de gestation de ces investissements publics en capital fixe comme en capital humain est vraisemblablement plus longue que celle des investissements privés, particulièrement dans une période où les investisseurs privés sont réticents à s'engager à long terme.

5. Conclusion

Au regard de la nature et de l'impact des distorsions de capacité sur le niveau et le profil de la croissance, il est difficile de s'en tenir à une approche purement globale signifiant de fixer les objectifs et moyens de la politique économique en se rapportant soit à l'insuffisance de la demande globale, soit au défaut de compétitivité et de profitabilité. Quand le problème est de nature structurelle – et il l'est généralement –, l'effet des politiques économiques est lui-même de nature structurelle y compris lorsqu'il s'agit de politiques globales, monétaires ou budgétaires. Elles doivent être jugées à l'aune de leur efficacité à rétablir un profil temporel cohérent de la capacité productive, impliquant de rendre cohérentes entre elles et au cours du temps l'offre et la demande.

L'objectif souvent avancé d'investir dans les nouvelles technologies, notamment dans les technologies porteuses de la transition énergétique, pour assurer la reprise de la croissance s'inscrit claire-

ment dans cette problématique. Il est plus coûteux d'introduire ces nouvelles technologies que de reproduire les anciennes ou de simplement les amender. Le temps de leur construction (d'apprentissage) est également plus long. En outre, un temps d'apprentissage (d'adaptation aux nouvelles technologies mais aussi de co-production) des clients est nécessaire. La question est donc bien d'articuler offre et demande dans le temps et de concilier le soutien à la consommation courante avec le soutien à l'investissement (à la construction de capacité). Il est décisif que les investissements innovants puissent être financés, que les ressources humaines requises soient constituées et qu'il existe un noyau central de consommateurs suffisamment grand pour soutenir la demande de nouveaux biens et services.

Références

- Amendola M. et J.-L. Gaffard, 1988, *The Innovative Choice*, Oxford: Basil Blackwell.
- Amendola M. et J.-L. Gaffard, 2008, « Sequential Analysis and Out-of-Equilibrium Paths », in *Markets, Money, and Capital, Hicksian Economics for the Twenty-First Century*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Blanchard O. et D. Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *IMF Working Paper* 13/1.
- Blanchard O. J. et L. H. Summers, 1986, « Hysteresis and the European Unemployment Problem », *NBER Macroeconomics Annual*, 1 : 15-78.
- Blanchard O. J. et L. H. Summers, 1987, « Fiscal Increasing Returns, Hysteresis, and Real Wages », *European Economic Review* 31(3) : 543-60.
- Blot C., Cochard M., Creel J., Ducoudré B., Schweisguth D. et X. Timbeau, 2014, « Fiscal consolidation in times of crisis : is the sooner really the better ? », *Revue de l'OFCE*, 132.
- Brynjolfsson E. et A. McAfee, 2014, *The Second Machine Age: work, progress in a time of brilliant technologies*, New York: Norton and Cie.
- Creel, J., Heyer, E. et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, 116, 61-88.
- Delong J. B. et L. Summers, 2012, « Fiscal Policy in a Depressed Economy », *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Fernald J., 2014, « Productivity and Potential Output Before, During, and After the Great Recession », *NBER Working Paper*, Series No 20248.
- Gordon R. J., 2014, « The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds », in C. Teulings et R. Baldwin: *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org Book, CEPR Press.

- Hicks J. R., 1950, *A Contribution to the Theory of Trade Cycle*, Oxford : Clarendon Press.
- Hicks J. R., 1973, *Capital and Time*, Oxford: Clarendon Press.
- Hicks J. R., 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford : Blackwell.
Traduction française (1975) : *La crise de la pensée keynésienne*, Paris : Fayard.
- International Monetary Fund, 2014, *World Economic Outlook – Legacies, Clouds, Uncertainties*, Automne.
- Reifschneider D., Wascher W., et D. Wilcox, 2013, « Aggregate Supply in the United States : Developments and Implications for the Monetary Policy », International Monetary Fund, 14th Jacques Polak Annual Research Conference.
- Summers L. H., 2014, « Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis », in C. Teulings et R. Baldwin: *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org Book, CEPR Press.