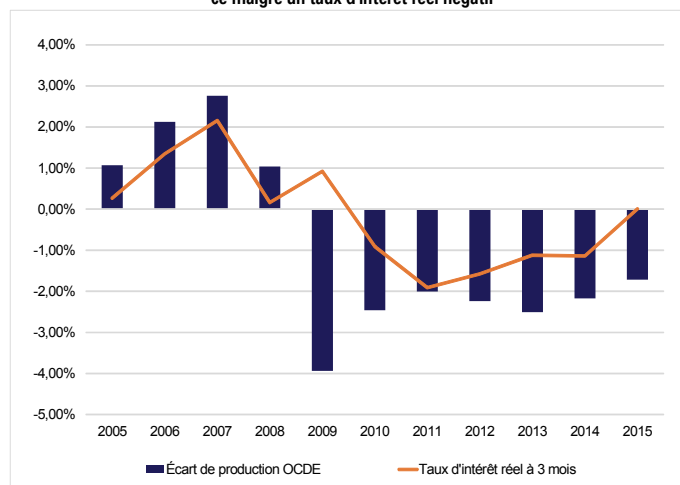


Où en est le débat sur la stagnation séculaire ?

- Le concept de stagnation séculaire a été introduit en 1938 par Hansen, inquiet d'un niveau d'investissement insuffisant pour atteindre le plein-emploi. Oublié pendant les décennies suivantes, ce concept a été réintroduit par Summers à la fin de l'année 2013, en le définissant comme une situation où l'économie ne parvient pas à se rapprocher de son potentiel de croissance, du fait notamment de la difficulté à abaisser suffisamment les taux d'intérêt réels.
- Initialement centré sur une faiblesse persistante de la demande, ce concept recouvre également une situation d'affaiblissement de la croissance potentielle, en particulier de la productivité et de l'accumulation du capital. Les explications de la faiblesse de l'activité par des facteurs de demande ou d'offre ne sont pas exclusives et se renforcent mutuellement. En effet, la faiblesse de la demande peut peser sur la croissance potentielle via des effets d'hystérèse (par exemple, perte de capital humain liée à la persistance d'un chômage de longue durée). Réciproquement, une faiblesse anticipée de l'offre potentielle à long terme peut peser sur la demande dès le court terme via des effets d'anticipations.
- L'échelle géographique d'application du concept de stagnation séculaire demeure source d'interrogations : si certains économistes soulignent l'importance de la dimension mondiale, les premières applications ont souvent été proposées à l'échelle nationale. Actuellement, le débat académique se centre sur la transmission internationale de la stagnation séculaire et les risques de guerre des changes et de stagnation économique mondiale qui y sont liés.
- Ce concept de stagnation séculaire suscite de vifs débats parmi les économistes, à la fois quant à sa réalité et aux facteurs qui l'expliquent. La plupart des économistes s'accordent toutefois sur la nécessité d'une réponse globale pour éloigner les risques d'une stagnation durable, combinant des mesures monétaires, budgétaires et structurelles, et de préférence coordonnée au niveau international.

Un écart de production persistant suite à la crise de 2008-2009 dans les économies avancées, et ce malgré un taux d'intérêt réel négatif



Sources : OCDE, *Economic Outlook*, avril 2016.

Note de lecture : moyenne des écarts de production et des taux d'intérêt réels à 3 mois aux États-Unis, au Japon, en zone euro et au Royaume-Uni (pondérés par leur part dans le PIB mondial en PPA).

1. La stagnation séculaire : approche par l'offre ou par la demande ?

Introduite par Hansen dans les années 1930, la théorie de la stagnation séculaire était initialement centrée sur la faiblesse de la croissance démographique et le recul de la productivité. Cette théorie est tombée dans l'oubli après la Seconde guerre mondiale. Inquiété par le recul tendanciel de la croissance de l'activité des économies avancées, Summers réintroduit ce concept à la fin 2013. Il s'interroge sur la faiblesse persistante de la demande (difficulté à résorber l'écart de production) dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas (cf. Graphique chapeau), et ouvre ainsi un débat foisonnant parmi les économistes qui reste très actif depuis.

1.1 Un concept initialement centré sur la faiblesse de la demande, qui s'explique notamment par une hausse de l'épargne désirée

Summers a défini fin 2013 le risque de stagnation séculaire comme le risque d'une faiblesse persistante de la demande, en prenant notamment l'exemple de l'économie américaine. Cette faiblesse de la demande serait selon lui liée à des évolutions des comportements d'épargne et d'investissement, qui se seraient traduits par une hausse du désir d'épargne dans un contexte où le nombre de projets d'investissements productifs semble ralentir. Il formule ce problème comme un « excès d'épargne »¹, qu'il faut comprendre comme un excès d'épargne désirée avant ajustement des taux d'intérêt réels. Cet excès d'épargne aurait tiré les taux d'intérêt réels à la baisse, et pesé sur l'activité lorsque les taux ne pouvaient plus baisser suffisamment compte tenu du plancher à zéro (situation de trappe à liquidité²) (cf. partie 2 pour une explication détaillée).

Lors de ses premières interventions, Summers a insisté sur la distribution inefficace des revenus qui aurait favorisé l'épargne dans les économies développées, et en particulier aux États-Unis. La distribution des revenus aurait en effet évolué au détriment des agents à propension marginale à consommer la plus forte : accroissement des profits des entreprises au cours des années 2000 et creusement des inégalités salariales comme le souligne notamment Stiglitz³. Or les ménages aisés, qui bénéficient à la fois de revenus salariaux et de leur épargne dynamique ainsi que de gains en capital, ont un taux d'épargne en général plus élevé que la moyenne. Krugman a remis en cause cet argument en souli-

gnant que le taux d'épargne observé aux États-Unis avait chuté alors même que les inégalités augmentaient entre 1980 et 2008-2009. Ce constat suggérerait qu'une hausse des inégalités ne conduirait pas nécessairement à une baisse de la demande⁴. Summers souligne cependant que la hausse de l'épargne aurait été masquée par une progression de l'endettement des ménages les plus modestes qui soutenait artificiellement la demande avant la crise. Tant que l'endettement croissait fortement, l'activité n'était pas pénalisée, mais le ralentissement de l'endettement avec la crise de 2008-2009 aurait révélé la stagnation séculaire.

Au-delà de la dimension nationale, Summers a par la suite élargi son argument au niveau mondial, repris ensuite par d'autres économistes⁵, en s'inspirant de la théorie de la *saving glut* développée par Bernanke dans les années 2000. Des pays à propension marginale à consommer plus faible (comme par exemple les pays exportateurs de pétrole ou la Chine, où le taux d'épargne est élevé du fait notamment de la faible protection sociale) auraient bénéficié d'une forte croissance des revenus au cours des années 2000, relativement aux pays à propension marginale à consommer plus élevée (comme les États-Unis). Selon Summers, cette réallocation des richesses aurait conduit à une hausse de l'épargne au niveau mondial, qui aurait notamment pesé sur la demande américaine. À titre illustratif, Blanchard et al.⁶ soulignent que le taux d'épargne des pays émergents aurait augmenté de 10 points de pourcentage dans les années 2000, ce qui aurait conduit le taux d'épargne mondial à augmenter de 1,7 point de pourcentage entre 2000 et 2007.

1.2 Un concept complété par des facteurs d'offre, qui expliquent notamment le recul de l'investissement

Les facteurs de demande expliquent plus difficilement le recul tendanciel de l'investissement. Ce recul de l'investissement proviendrait notamment de la moindre croissance de la population active ou du déclin des gains de productivité comme le souligne dès 2013 Summers. Parmi les économistes, Gordon ou Eichengreen⁷ soulignent le poids que font peser ces facteurs d'offre sur la croissance potentielle. Ainsi, le ratio de dépendance⁸ en Europe devrait passer de 20,3 % en 2000 à 35,4 % en 2025 et 57,5 % en 2100 (cf. paragraphe 3.1 et Graphique 5), réduisant ainsi la croissance du

(1) Ce concept d'excès d'épargne a été repris par Draghi dans son discours du 2 mai 2016 pour expliquer les causes de la faiblesse des taux d'intérêt "It is this phenomenon - the global excess of savings over profitable investments - that is driving interest rates down to very low levels". De la même manière, Eichengreen (2015) définit la stagnation séculaire "as a downward tendency of the real interest rate, reflecting an excess of desired saving over desired investment, and resulting in a persistent output gap and/or slow rate of economic growth". Voir également <http://larrysummers.com/2015/04/01/on-secular-stagnation-a-response-to-bernanke/> : "The essence of secular stagnation is a chronic excess of saving over investment".

(2) Une situation de « trappe à liquidité » est ici définie comme une situation où le taux d'intérêt réel ne permet pas d'équilibre entre l'épargne et l'investissement désirés. Elle implique notamment un déficit de demande agrégée et une destruction de richesse (cf. Partie 2).

(3) Voir <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>

(4) Voir http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/20/inequality-and-recovery/?_r=0 : "So look at overall private saving as a share of GDP. The trend before the crisis was down, not up - and that surge with the crisis clearly wasn't driven by a surge in inequality".

(5) Lo S. et Rogoff K. reprennent également à leur compte l'argument de la distribution inefficace des revenus aux niveaux national et mondial dans leur article "Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on" (2014) : "Growing inequality of income, at least within countries, implies reducing relative spending power for low-income households with high propensity to consume. Conversely, increasing equality across the world as a whole, powered by the transformation of India and China, might have also led to a downward shift in demand, as fast-growing countries with underdeveloped capital markets spin off savings to diversify risk."

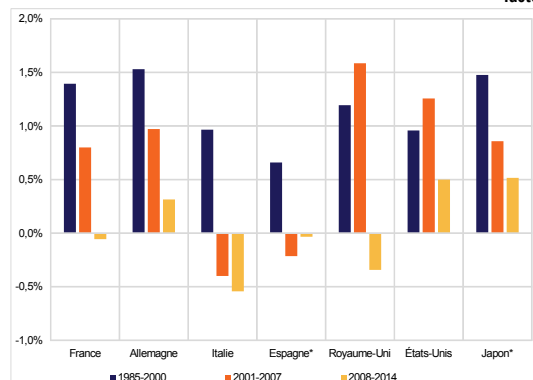
(6) Cf. Teulings C., Baldwin R. et al. (2014), "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU.org book, Chapitre 8.

(7) Cf. Teulings C., Baldwin R. et al. (2014), "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU.org book, Chapitres 2 et 3.

(8) Jimeno J. F., Smets F. et Yiangou J. (cf. Teulings C. et Baldwin R., précité, chapitre 13) définissent le ratio de dépendance comme le nombre de personnes retraitées (approché par le nombre de personnes âgées de plus de 65 ans) divisé par le nombre de personnes en âge de travailler (approché par le nombre de personnes âgées de 20 à 64 ans).

facteur travail. Concernant les causes du recul de la croissance de la productivité (cf. Graphique 1), les avis sont partagés. Gordon souligne que les grandes vagues d'éducation pourraient être arrivées à leur terme dans les économies avancées, ce qui limiterait les hausses du niveau moyen d'éducation (et donc de la productivité) dans le futur⁹. D'autres auteurs, comme Eichengreen, estiment que cette faiblesse de la productivité est transitoire : des gains de productivité devraient se matérialiser dès que le système productif se sera adapté et restructuré pour exploiter tout le potentiel des nouvelles technologies (notamment la révolution numérique avec le « *big data* », le « *machine learning* » ou la robotique mobile).

Graphique 1 : taux de croissance annuel moyen de la productivité globale des facteurs



Source : OCDE, base de données "Growth in GDP per capita, productivity and ULC".

Note de lecture : les données s'arrêtent en 2013 pour les pays avec une étoile.

1.3 Des facteurs de demande et d'offre qui se renforcent mutuellement

Ces explications par des facteurs de demande ou d'offre ne sont pas exclusives l'une de l'autre et au contraire se renforcent mutuellement.

Les facteurs de ralentissement de la demande peuvent peser sur la croissance potentielle via des effets d'hystérèse. Les effets d'hystérèse peuvent par exemple provenir d'une perte de capital humain résultant de la persistance d'un chômage de longue durée élevé, qui dégrade la productivité des travailleurs ou incite des personnes en âge de travailler à sortir du marché du travail. Le climat d'incertitude peut également conduire à une accumulation d'épargne de précaution des entreprises sous forme d'actifs liquides et à une baisse de l'investissement (physique comme immatériel), ce qui va peser sur leur stock de capital et sur la productivité future.

À l'inverse, des facteurs d'affaiblissement de l'offre potentielle peuvent peser sur la demande dès le court terme via des effets d'anticipations. Par exemple, le retour de la croissance du progrès technique à sa norme historiquement faible peut conduire à un ralentissement immédiat de l'investissement pour s'ajuster au mieux à la baisse à venir du stock de capital. Le ralentissement de la croissance démographique, qui amoindrit les perspectives de demande future, peut également peser sur l'investissement aujourd'hui.

À l'aide d'une analyse de 122 récessions dans 23 pays ces 50 dernières années, Blanchard, Cerruti et Summers (2015)¹⁰ analysent empiriquement la présence d'effets d'hystérèse ou d'anticipations. Les auteurs établissent l'existence d'une corrélation entre récession et dégradation durable de l'activité (dans les deux tiers des cas), voire de la croissance (dans la moitié des cas) dans les années suivant la récession. Afin, de déterminer si cette corrélation s'explique par la présence d'effets d'hystérèse ou d'anticipations, les auteurs écartent les récessions causées par des chocs d'offre (comme une hausse des prix du pétrole ou une crise financière) qui déclencheraient une crise et auraient des effets persistants sur l'activité. Parmi les récessions restantes, les auteurs montrent que des effets d'hystérèse ou d'anticipations ont probablement été à l'œuvre sur l'échantillon étudié.

2. La stagnation séculaire : une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre qui fait peser un risque de faiblesse durable de l'activité

2.1 Un écart entre épargne et investissement désirés qui se traduit par une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre

Les facteurs de demande et d'offre décrits précédemment aboutissent à une situation d'« excès d'épargne » à taux d'intérêt réel inchangé. Dans un modèle IS-LM classique, cet excès d'épargne est résorbé par une baisse du taux d'intérêt réel (cf. Graphiques 2) : un taux d'intérêt réel plus faible désincite les agents à épargner et stimule l'investissement, et permet d'aboutir à l'équilibre entre épargne et investissement¹¹. Toutefois, il arrive dans certaines circonstances que

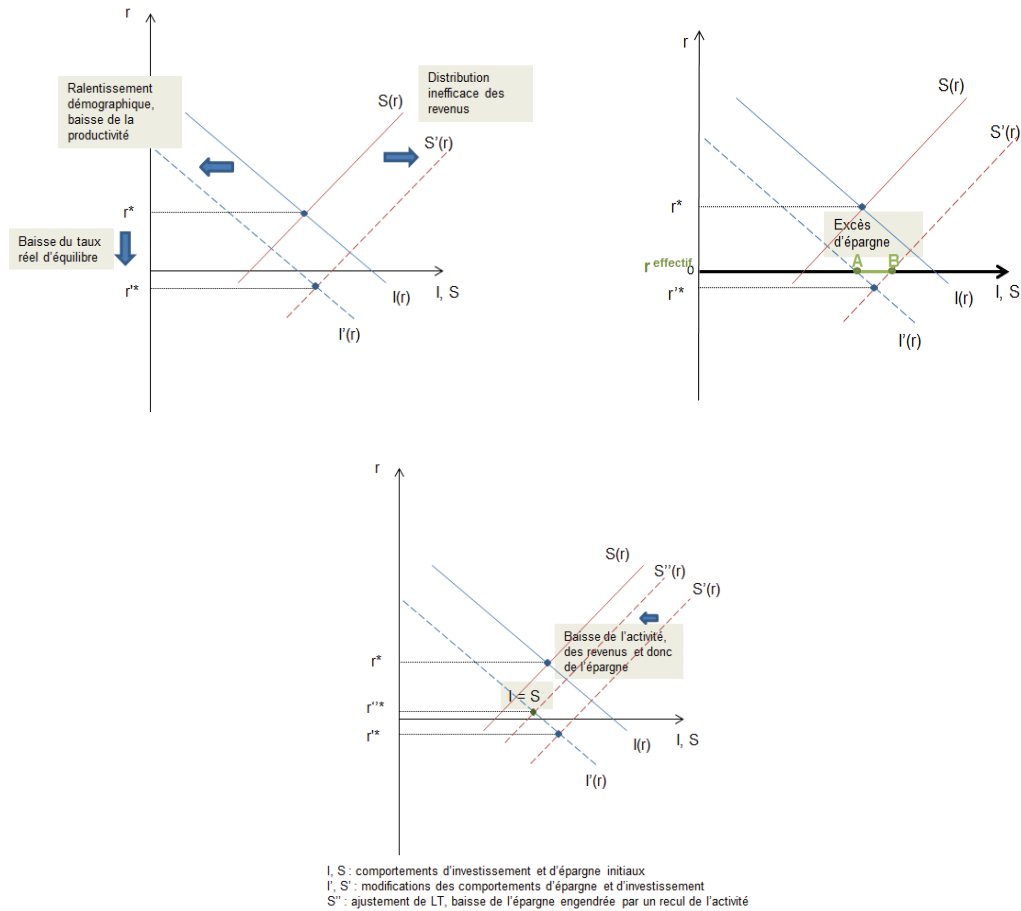
le taux d'intérêt réel ne puisse pas suffisamment s'ajuster à la baisse pour permettre cet équilibre, notamment lorsque les taux d'intérêt nominaux peuvent difficilement descendre en dessous de zéro et que l'inflation est très faible. Dans cette situation de trappe à liquidité, ce sont les quantités qui s'ajustent pour permettre l'équilibre entre épargne et investissement : la production diminue pour s'ajuster à la faiblesse de la demande, ce qui réduit les revenus et l'épargne, jusqu'à permettre que l'épargne égalise l'investissement à plus long terme.

(9) Gordon précise par ailleurs qu'il s'agirait, dans le cas des États-Unis, d'un retour de la croissance du progrès technique à sa norme historiquement faible. Entre 1900 et 1930, la productivité globale des facteurs aurait cru de 0,5 % par an en moyenne, comme depuis 1980. L'anomalie concernerait plutôt la vigueur du taux de croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) entre 1930 et 1980, trois fois plus important.

(10) Blanchard O., Cerruti E. et Summers L. (2015), "Inflation and activity: two explorations and their monetary policy implications", *Peterson Institute for International Economics*.

(11) L'équilibre épargne-investissement est une identité comptable au niveau mondial, qui est donc toujours vérifiée *ex post*.

Graphiques 2 : dans un cadre IS-LM, ajustement à la baisse des prix (taux d'intérêt réel) voire des quantités (baisse de l'activité) en cas de trappe à liquidité



Source : DG Trésor, schémas illustratifs.

Note de lecture : Dans un modèle de type IS-LM, face à des comportements d'épargne abondante et à une baisse perçue du nombre de projets d'investissements productifs, le taux d'intérêt réel s'ajuste à la baisse pour stimuler l'investissement et désinciter l'épargne (graphique en haut à gauche). Si le taux d'intérêt réel effectif ne peut pas atteindre le taux d'intérêt qui permettrait d'équilibrer épargne et investissement, un excès d'épargne demeure dans l'économie (graphique en haut à droite, écart entre les points A et B). À terme, la production diminue pour s'ajuster à la faiblesse de la demande : les revenus et donc l'épargne diminuent, jusqu'à permettre que l'épargne égale l'investissement (graphique en bas).

La mesure du taux d'intérêt réel d'équilibre permet d'estimer le risque d'un tel ajustement par les quantités (via la mesure de l'écart entre taux d'intérêt réel d'équilibre et taux d'intérêt réel effectif). Le taux d'intérêt réel d'équilibre est le taux qui permet – à écart de production nul – d'équilibrer épargne et investissement, et ainsi de garantir le maintien du plein emploi et la stabilité des prix. Le taux réel effectif devrait donc être inférieur au taux d'équilibre lorsque l'activité est en dessous de son potentiel. À ce jour, les analyses empiriques suggèrent que le taux d'intérêt réel d'équilibre aurait diminué en tendance depuis le début des

années 2000 et serait resté faible, voire légèrement négatif dans certaines économies développées, après la crise financière de 2008-2009, reflétant une situation *ex-ante* d'excès d'épargne et de déficit d'investissement. Le taux réel d'équilibre aux États-Unis pourrait demeurer inférieur à sa « valeur référence » de 2 %¹² dans les années à venir selon les estimations de Laubach et Williams (2015)¹³ (cf. Encadré 1) et de Hamilton et al. (2015)¹⁴. En raison de la forte incertitude qui entoure ces estimations, ces derniers estiment un intervalle de prévision entre 0,4 % et 2 % à plus long terme.

(12) Valeur fondée sur les prévisions de long-terme des membres du "Federal Open Market's Summary" de décembre 2012, dont les valeurs médianes pour le taux nominal s'élevaient à 4 % et pour l'inflation à 2 %, impliquant un taux réel à 2 %.

(13) Laubach T. et Williams J. C. (2015), "Measuring the Natural Rate of Interest Redux", *Working Paper Fed of San Francisco*.

(14) Hamilton J. D., Harris E. S., Hatzius J. et West K. D. (2015), "The Equilibrium real funds rate: past, present and future", *NBER Working Paper n°21476*.

Encadré 1 : Le taux d'intérêt réel d'équilibre : modèle Laubach-Williams (LW)

Il existe plusieurs définitions du concept de taux d'intérêt naturel (ou d'équilibre). Ce concept a été introduit par Wicksell en 1898, qui le définissait comme un taux d'intérêt compatible avec un niveau des prix stable. Dans leur article de 2003^a, Laubach et Williams définissent le taux d'intérêt naturel comme un taux d'intérêt réel que la banque centrale devrait viser dans une situation où l'écart de production est nul et où l'économie ne subit pas de pressions positives ou négatives sur l'inflation.

Ce taux naturel n'étant pas directement observable, les auteurs développent une méthode empirique d'estimation. Le point de départ théorique de leur réflexion est que le taux d'intérêt naturel varie dans le temps, notamment en raison des fluctuations dans les préférences de consommation des ménages (et donc de l'inflation) et du taux de croissance du PIB. Cependant, les méthodes empiriques « classiques » – moyennes de long terme et estimations univariées – ne capturent pas suffisamment vite les fortes variations de production et d'inflation.

Le modèle LW se base sur une spécification semi-structurelle à six équations qui relie le taux d'intérêt d'équilibre à l'écart de production, la croissance tendancielle^b et l'inflation. Le modèle décrit les interactions entre des variables non observées (taux d'intérêt naturel et écart de production) et des variables observées (PIB, taux d'intérêt nominal de court terme et inflation) comme suit :

- Une première équation d'offre agrégée (courbe de Phillips) relie l'inflation à l'écart de production, à ses valeurs passées et à des chocs d'offre (prix d'imports).
- Une forme réduite de la demande agrégée (courbe IS) lie négativement l'écart de production courant à l'écart de taux réel et naturel (première contrainte structurelle), ainsi qu'aux valeurs passées de l'écart de production.
- Les autres équations décrivent la dynamique du taux naturel et celle de l'écart de production ; leurs fluctuations sont déterminées par des chocs spécifiques mais sont également influencées par un facteur commun (deuxième contrainte structurelle).

Cette spécification permet d'estimer simultanément les variables non observées : taux d'intérêt naturel et croissance du PIB potentiel. Les incertitudes générées par ce type de modélisation sont capturées par les intervalles de confiance et portent aussi bien sur la croissance potentielle que sur les taux d'intérêt naturels.

Un résultat majeur du modèle est celui de la variabilité du taux d'intérêt réel d'équilibre dans le temps^c. Les estimations récentes (octobre 2015) de Laubach et Williams^d confirment la baisse tendancielle du taux d'intérêt réel d'équilibre, qui s'établit à un niveau historiquement bas et proche de zéro, notamment en lien avec la baisse tendancielle de la croissance potentielle^e (cf. Graphique 3). Ces résultats seraient robustes à différentes approches d'estimation du taux d'intérêt naturel et de l'écart de production. Toutefois les intervalles de confiance, très larges dans l'article de 2003, ne sont pas reportés dans cette nouvelle estimation.

Graphique 3 : estimation du taux d'intérêt réel d'équilibre des États-Unis dans le modèle LW



Source : Laubach T. et Williams J.C., estimations mises à jour à partir du modèle décrit dans l'article de Laubach T. et Williams J.C. (2003), précité.

a. Laubach T. et Williams J. C. (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics and Statistics*, 85(4), pp. 1063-1070.

b. La croissance tendancielle correspond dans ce modèle au rythme de croissance moyen connu sur longue période dans une économie.

c. Ce résultat a été confirmé par Hamilton et al. (2015) et Barsky et al. (2014).

d. Laubach T. et Williams J. C. (2015), "Measuring the Natural Rate of Interest Redux", *Working Paper* Fed of San Francisco.

e. Près de la moitié de cette baisse est expliquée par un recul de la croissance potentielle (dans leur modèle, la croissance potentielle passe de 3,5 % à la fin des années 1990 à 2 % actuellement), le reste est attribué à des facteurs « non spécifiés ».

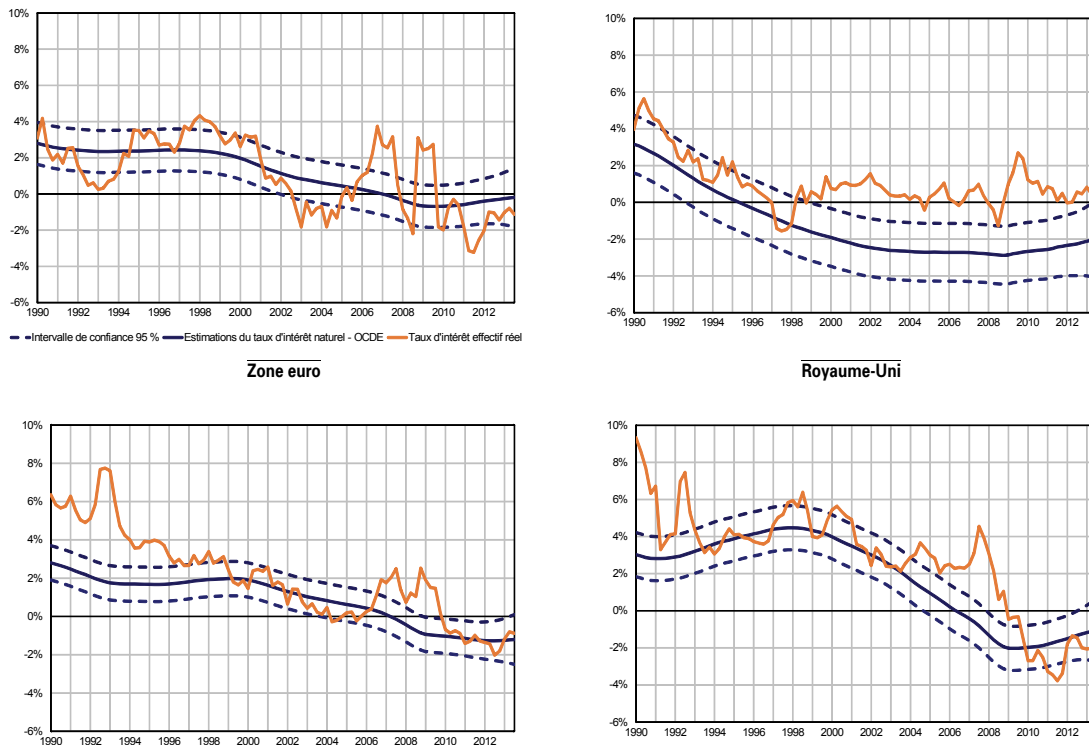
2.2 Une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre qui fait peser un risque de faiblesse durable de l'activité dans le contexte actuel ?

Une faiblesse des taux d'intérêt réels d'équilibre pourrait faire peser le risque d'une stagnation durable de l'activité. En effet, plus le taux réel d'équilibre est bas, plus il est difficile pour le taux réel effectif de s'en rapprocher du fait du plancher des taux nominaux, en particulier lorsque l'inflation est faible. Le problème est aggravé en cas de choc économique amenant à une situation d'écart de production négatif (comme par exemple la crise financière de 2009-2010) : il est nécessaire lorsque l'écart de production est négatif d'atteindre un taux d'intérêt inférieur au taux d'équilibre afin de stimuler l'activité et de combler l'écart de production (à défaut ou en complément, d'autres leviers, comme la politique budgétaire, peuvent également être mobilisés pour stimuler l'activité).

Les estimations réalisées par l'OCDE¹⁵ suggèrent des écarts entre taux d'intérêt réel d'équilibre et taux effectif hétérogènes notamment depuis la crise de 2008-2009. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, le taux d'intérêt réel effectif serait resté proche ou inférieur au taux d'équilibre ces dernières années, avec un écart de production qui se réduirait progressivement. Au Japon, le taux effectif serait au contraire bien supérieur au taux d'équilibre depuis plusieurs années alors même que l'écart de production demeure creusé depuis la crise de 2008-2009. La situation serait plus ambiguë en zone euro, avec une phase où le taux effectif aurait été supérieur au taux d'équilibre (2007-2010) suivi d'un rapprochement progressif par la suite (cf. Graphiques 4) à un moment où l'écart de production s'est de nouveau creusé.

(15) Rawdanowicz et al. (2014), "Secular stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy", OECD Economic Department *Working Papers* n°1169. Suivant une méthode proche de Laubach et Williams (2015) décrite dans Rawdanowicz et al. (2014), "The effectiveness of monetary policy since the onset of the financial crisis", OECD Economic Department *Working Papers* n°1081.

Graphiques 4 : estimation du taux d'intérêt réel d'équilibre (OCDE) et taux d'intérêt réel observé
Etats-Unis Japon



Source : Rawdanowicz et al. (2014).

3. La stagnation séculaire: un phénomène local ou mondial ?

3.1 L'application du concept au niveau local : de l'exemple américain à l'exemple européen

Si Summers avait bien souligné le rôle des facteurs internationaux (et notamment les déséquilibres entre épargne et investissement dans de grandes zones du monde) lors de son intervention au forum économique du FMI en novembre 2013, son exemple des États-Unis a dans un premier temps conduit à une application au niveau des pays ou régions. L'application de ce concept au cas américain est intervenue dans un contexte de vif débat sur la montée des inégalités aux États-Unis, avec notamment la publication des travaux de Piketty¹⁶. L'accélération de l'activité américaine à partir de l'année 2013 malgré une consolidation budgétaire importante a toutefois rapidement écarté le débat des États-Unis et l'a recentré sur la zone euro, dont la faiblesse de la reprise, et en particulier de l'inflation et de l'investissement, faisait craindre une situation de croissance atone prolongée. Le débat concerne également le Japon, qui connaît une crois-

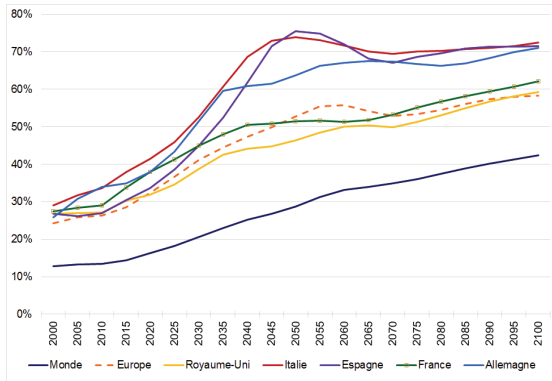
sance relativement faible depuis les années 1990 dans un contexte de productivité peu dynamique et de vieillissement de la population. La faiblesse de l'inflation, souvent en territoire négatif depuis le milieu des années 1990, limite les marges de manœuvre de la banque centrale japonaise et renforce les risques d'ajustement par les quantités.

Plusieurs éléments sont avancés pour mettre en avant les risques pesant sur la zone euro comme le soulignent Jimeno, Smets et Yiangou¹⁷. L'augmentation du ratio de dépendance (cf. Graphique 5) et l'incertitude sur les systèmes de pension pourraient conduire à une hausse du taux d'épargne par tête. Les explications basées sur la montée des inégalités et la faible propension à consommer des plus riches, qui étaient très présentes dans le cas américain, sont moins reprises dans le cas de la zone euro où le niveau des inégalités de revenu est plus faible bien qu'il soit en hausse tendancielle (cf. Graphique 6).

(16) Piketty T. (2013), « Le capital au XXI^{ème} siècle », collection Les livres du nouveau monde, édition le Seuil.

(17) Teulings C., Baldwin R. et al. (2014), chapitre 13, précité.

Graphique 5 : ratios de dépendance, population de plus de 65 ans / population entre 20 et 64 ans



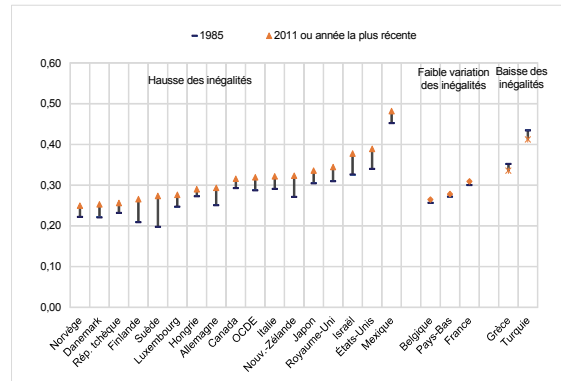
Source : Nations Unies, base de données " The Revision of the World Population Prospects 2015 ".

Le déséquilibre entre épargne et investissement désirés proviendrait également de la faiblesse de l'investissement. Plusieurs facteurs pourraient contribuer à la faiblesse structurelle de l'investissement en Europe : un engagement dans un long processus de désendettement par les États, une hausse des primes de risque qui a pu augmenter le coût du capital dans certains États membres suite à la crise des dettes souveraines, un faible dynamisme démographique ou encore une performance en matière de productivité relativement plus faible que dans les autres grandes économies (cf. Graphique 1). La crise de 2008-2009 a renforcé cette baisse structurelle : le climat d'incertitude, qui conduit les entreprises à accumuler de l'épargne de précaution *ex ante* sous forme d'actifs liquides, limite les investissements physiques comme immatériels. Le recul de l'investissement (et de l'activité) depuis la crise de 2008-2009 pourrait par ailleurs peser sur l'investissement futur. Comme le souligne le document de travail de l'OCDE de Rawdanowicz *et al.* (2014)¹⁸, les effets d'hystérèse semblent en effet relativement plus importants en zone euro (0,3) qu'aux États-Unis (0,1), ce qui pourrait s'expliquer par la moindre flexibilité du marché du travail en zone euro ou par une plus faible mobilité géographique des travailleurs.

3.2 Une dimension mondiale au cœur du phénomène de stagnation séculaire, basée sur une transmission par le marché d'actifs sûrs

Plusieurs économistes¹⁹ ont exprimé leurs doutes sur une analyse du phénomène de stagnation séculaire région par région : dans un monde où les marchés des biens et des capitaux sont intégrés, le niveau des taux réels dépend également de facteurs internationaux comme les montants d'épargne étrangère. Un pays se retrouvant seul dans une

Schéma 6 : évolution des inégalités de revenu disponible dans les pays membres de l'OCDE (Gini)



Source : OCDE, Focus Inégalités et croissance, décembre 2014.

situation de stagnation séculaire pourrait en sortir (ou exporter son problème) grâce aux flux de capitaux et aux ajustements de change : une pénurie de projets d'investissements productifs dans l'économie domestique entraînerait une sortie de capitaux, et donc une dépréciation de la monnaie nationale. Cette dépréciation permettrait, grâce à des gains de compétitivité, de relancer les exportations et donc l'économie domestique. Une situation de stagnation séculaire en économie ouverte suppose donc que les projets d'investissements productifs soient durablement faibles dans l'ensemble des pays ou que les économies soient faiblement intégrées.

L'article de Caballero *et al.* (2015)²⁰ reprend à son compte cette dimension internationale. Selon les auteurs, le déclin tendanciel observé sur les taux d'intérêt réels refléterait une raréfaction des actifs sûrs (point également souligné par Blanchard *et al.*²¹) suite à la crise de 2008-2009. Caballero *et al.* précisent l'idée de trappe à liquidité présente dans les débats initiaux de stagnation séculaire en évoquant une situation de trappe à sécurité²² (« *safety trap* »). Dans cette situation, le taux d'intérêt réel qui équilibre l'offre et la demande mondiale d'actifs sûrs est négatif et inatteignable notamment du fait de la contrainte de positivité du taux nominal et de la faible inflation. Les auteurs recentrent donc le débat sur l'offre et la demande d'actifs sûrs.

La version simplifiée du modèle théorique²³ aboutit à deux équilibres polaires : soit l'ensemble des pays tombent dans une situation de trappe à sécurité, soit tous les pays en sortent. Dans une version plus complète du modèle (faisant l'hypothèse d'un biais domestique sur les biens et d'une élasticité du commerce aux revenus différente de l'unité), les auteurs montrent que la sévérité de la trappe à sécurité

(18) Rawdanowicz *et al.* (2014), précité.

(19) Voir Bernanke : <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>. En réponse à ce post, Summers a lui-même reconnu qu'il n'avait probablement pas assez mis en avant la dimension mondiale du phénomène de stagnation séculaire : "With the benefit of hindsight, I wish I had been clearer in seeking to resurrect the secular stagnation hypothesis that one should take a global perspective." (<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-larry-summers-response>).

(20) Caballero R. J., Farhi E. et Gourinchas P.-O. (2015), "Global imbalances and currency wars at the ZLB", *Mimeo*.

(21) Cf. Teulings C., Baldwin R. *et al.* (2014), Chapitre 8, précité.

(22) Comme les situations de trappe à liquidité, la trappe à sécurité implique une pénurie d'actifs, des taux nominaux à leur niveau plancher, des déficits de demande agrégée et des récessions. Toutefois, la situation de trappe à sécurité se distingue par la classe spécifique d'actifs qu'elle concerne : les actifs sûrs uniquement. Cette distinction est importante car l'offre d'actifs sûrs est moins élastique : par exemple, il est difficile pour les entreprises ou le secteur financier de produire des actifs sûrs.

(23) Les auteurs développent un modèle à générations imbriquées à jeunesse perpétuelle dans lequel ils intègrent des rigidités nominales (sur les prix et les salaires) pour mettre en évidence l'hétérogénéité des offres et demandes d'actifs financiers entre les différents pays.

dans chaque pays est le résultat de plusieurs mécanismes de propagation. D'une part, une bonne intégration des marchés d'actifs sûrs au niveau international (biais domestique faible) risque d'encourager l'exportation des surplus d'épargne et les effets de contagion. D'autre part, lorsqu'une monnaie est perçue comme une valeur de réserve, le pays émetteur de cette monnaie voit sa situation économique se détériorer²⁴. En effet, chaque pays va compenser la faiblesse de sa demande intérieure par une accumulation de surplus courants et des sorties de capitaux vers cette économie à « valeur refuge ». Cela augmente le risque de trappe à sécurité dans cette économie, d'autant plus que ces entrées de capitaux vont apprécier sa devise et détériorer sa compétitivité, ce qui va aggraver la sous-utilisation de ses capacités de production.

La présence de biais domestiques encore importants sur les marchés d'actifs sûrs nationaux pourrait relativiser les mécanismes de contagion décrits par ce modèle. Selon le modèle, sous l'hypothèse d'une intégration financière suffisante, les États-Unis devraient être particulièrement affectés par le surplus d'épargne mondiale, source de trappe à sécurité. Or le marché des actifs sûrs américains semble encore dominé par la demande domestique, ce qui permettrait de limiter les effets de contagion en provenance des pays à surplus courant élevés comme la Chine ou les pays exportateurs de pétrole. La situation sur le marché des *Treasuries*, qui fournit près du tiers du marché des actifs sûrs américains en 2015 selon la « Securities Industry and Financial Markets Association »²⁵, est illustrative : deux tiers des bons sont détenus par des agents domestiques (cf. Tableau 1).

Tableau 1 : Répartition géographique des détenteurs étrangers de bons du Trésor américains

	En M de \$ Fin Septembre 2015 ^a	En % du « <i>Treasury Market</i> » ^b
Demande étrangère		
dont	6 101,7	33,6 %
Chine	1 258	6,9 %
Japon	1 177,1	6,4 %
UE ^c	1 091,1	6,0 %
Caraïbes	321,8	1,8 %
Pays exportateurs de pétrole	291,3	1,6 %
Brésil	251,6	1,4 %
Suisse	227,6	1,3 %
Hong-Kong	198,6	1,1 %
Taiwan	178,1	1,0 %
Singapour	122,8	0,7 %
Inde	113,5	0,6 %
Russie	89,1	0,5 %

a. <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt>

b. <https://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/treasBulletin/backissues.htm>

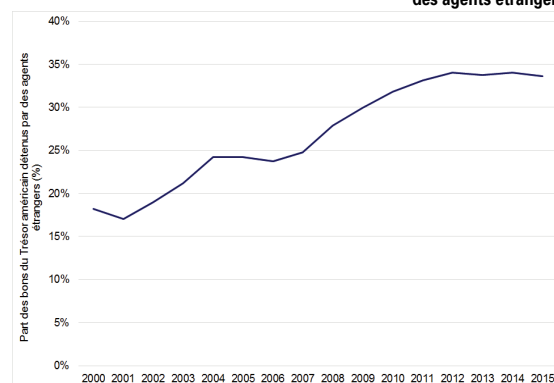
Selon le *Treasury Bulletin* de mars 2016, la taille du « *Treasury Market* » à la fin de l'année fiscale 2015 (septembre 2015, "Total Federal securities outstanding") s'élevait à environ 18 174 718 M\$.

c. Inclus, par ordre de détention décroissant : Irlande, Royaume-Uni, Luxembourg, Belgique, Allemagne, France, Suède, Pays-Bas, Espagne, Italie, Pologne, Danemark.

Source : U.S. Treasury Department, *Securities (B) : Portfolio Holdings of U.S. and Foreign Securities*, données à la fin du mois de septembre 2015.

La décision de la Fed d'amorcer la remontée de ses taux en décembre 2015 a constitué un signal positif sur la capacité des États-Unis à absorber l'épargne en provenance des pays à surplus courant élevé. Toutefois, les difficultés rencontrées à poursuivre cette remontée des taux au rythme initialement prévu, du fait notamment de l'effet négatif de l'appréciation du dollar sur l'activité aux États-Unis, méritent d'être surveillées. À ce titre, la part grandissante de la demande étrangère dans la demande d'actifs sûrs émis par les États-Unis pourrait donner plus d'importance aux mécanismes de contagion décrits par Caballero *et al.* (2015) à l'avenir. En effet, la part de la demande étrangère sur le marché des bons du Trésor américains a doublé entre 2000 et 2015, passant de près de 18 % à un peu moins de 35 % (cf. Graphique 7).

Graphique 7 : évolution de la part des bons du Trésor américain détenus par des agents étrangers



Source : U.S. Treasury Department.

Note de lecture : détention à la fin du mois de septembre de chaque année (fin de l'année fiscale).

(24) Le pays émetteur fait face à une trappe à sécurité et à une sous-utilisation de ses capacités de production plus importante s'il était déjà en situation de trappe à sécurité à l'état d'autarcie. Il augmente ses risques de tomber en trappe à sécurité s'il n'était pas en situation de trappe à sécurité à l'état d'autarcie. Les auteurs décrivent ici ce qu'ils nomment le « *Paradox of the reserve currency* » : si en situation normale l'économie dont la monnaie est perçue comme une valeur refuge bénéficie de gains de pouvoir d'achat, l'hégémonie de sa devise peut être pénalisante en situation de trappe à sécurité.

(25) <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

Autres actifs sûrs : certaines dettes d'entreprise, des titres liés au marché hypothécaire, des dettes municipales, des titres sur le marché des devises, des titres d'agences de notation ou encore des paniers d'actifs.

4. Les recommandations politiques pour éloigner les risques de stagnation séculaire

4.1 Une réponse globale combinant politiques monétaire, budgétaire et réformes structurelles

En cas de stagnation séculaire avérée, les économistes s'accordent désormais sur la nécessité de mobiliser l'ensemble des outils de politique économique, en fonction des marges de manœuvre et de l'efficacité de chacun. Il demeure difficile de trancher entre la présence d'effets d'hystérèse ou d'effets d'anticipations, les deux phénomènes étant probablement présents comme le souligne Blanchard et al. (2015)²⁶. Il est donc essentiel de mêler réformes soutenant la demande et l'activité potentielle.

Sans remettre en cause les politiques monétaires actuelles, plusieurs académiques appellent à la prudence concernant les décisions de politique monétaire, compte tenu de l'incertitude pesant sur les estimations du taux d'intérêt d'équilibre

réel. Hamilton et al. (2015)²⁷ suggèrent par exemple d'accorder davantage de poids aux valeurs passées du taux directeur dans la détermination du taux directeur présent (adoption d'une politique monétaire plus inerte²⁸). Les auteurs concluent qu'une hausse des taux directeurs de la Fed plus tardive serait préférable à une hausse prématurée, même si cela implique une remontée des taux plus rapide par la suite (cf. Encadré 2). À l'inverse, d'autres économistes, qui ne souscrivent pas à la théorie de la stagnation séculaire²⁹, préconisent l'adoption de politiques monétaires plus restrictives afin d'éviter les effets défavorables sur la stabilité financière de politiques monétaires trop accommodantes pendant une longue durée (par exemple, les risques de mauvaise allocation du capital voire de bulles).

Encadré 2 : Règle de politique monétaire et incertitude autour de l'estimation du taux d'intérêt réel d'équilibre^a

À l'aide du modèle « FRB/US » de la banque centrale américaine, l'article de Hamilton et al. (2015) montre que la présence d'incertitude sur la valeur du taux d'intérêt d'équilibre (estimée dans un intervalle de 0,4 % et 2 %) génère de la volatilité aussi bien sur les performances économiques des États-Unis que sur l'évolution des taux directeurs dans le cas où la Fed suit une règle de Taylor « classique » (sans inertie) de la forme :

$$i_t = r_t^* + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) - 2(u_t - u^*)$$

Si le taux d'intérêt d'équilibre r^* est bien estimé, l'économie et les taux directeurs suivent les prévisions de moyen-terme du scénario de base du modèle. Toutefois, si l'estimation de r^* est supérieure à sa valeur réelle, la Fed risque de remonter plus rapidement et plus agressivement ses taux, ce qui peut entraver la baisse du taux de chômage et l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %. À terme, cette dégradation de l'économie ralentit la remontée des taux de la Fed. À l'inverse, si l'estimation de r^* est inférieure à sa vraie valeur, la Fed remontera ses taux plus tardivement, ce qui stimulera la baisse du chômage et générera une hausse de l'inflation, qui sera alors supérieure à la cible de 2 %. La Fed devra ensuite remonter ses taux plus rapidement que prévu afin d'éviter une surchauffe de l'économie.

Pour limiter cette volatilité liée à l'incertitude de l'estimation du taux d'intérêt réel d'équilibre r^* , les auteurs proposent l'adoption d'une règle de politique monétaire plus inerte en s'inspirant des résultats de Orphanides et Williams (2002)^b. Cette règle se base sur la règle de Taylor « classique » à laquelle est rajouté un terme autorégressif :

$$i_t = a_0 i_{t-1} + (1 - a_0)(r_t^* + \pi_t) + 0,5(\pi_t - \pi^*) - 2(u_t - u^*)$$

En cas d'incertitude autour de la valeur de r^* , cette nouvelle règle de politique monétaire permet d'aboutir à une évolution de l'économie et des taux relativement plus proches du scénario de référence (règle de Taylor classique lorsque la valeur de r^* ne présente pas d'incertitude) que la règle classique. Cette règle avec inertie suggère également que la normalisation des taux de la Fed devrait arriver plus tardivement et que l'augmentation des taux se ferait par la suite plus rapidement. En effet, la réaction des taux nécessitera une baisse du chômage et une hausse de l'inflation plus marquée qu'avec la règle précédente. Cette patience dans la remontée des taux se traduirait par une baisse du chômage et une hausse de l'inflation plus marquées, qui nécessiteraient une remontée des taux plus importante par la suite.

L'utilisation d'une politique plus inerte présente des avantages comme des inconvénients : d'un côté, l'inertie permet d'aboutir à des trajectoires d'activité et de taux moins volatiles. De l'autre, une politique plus inerte génère des réactions de taux plus importantes dans le futur. En utilisant une fonction d'évaluation du bien-être, les auteurs montrent que plus l'incertitude autour du taux d'intérêt réel d'équilibre est élevée, plus l'inertie (poids accordé aux valeurs passées du taux directeur dans la détermination du taux directeur présent) doit être élevée afin de minimiser les pertes de bien-être.

a. Cf. Hamilton J. D. et al. (2015), précité.

b. Orphanides A. et Williams J. C. (2002), "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates", *Brookings Papers on Economic Activity*.

(26) Blanchard O., Cerruti E. et Summers L. (2015), précité.

(27) Hamilton J. D. et al. (2015), précité.

(28) Une politique monétaire plus inerte est ici définie comme une règle monétaire qui accorde un poids relativement plus important aux valeurs passées (et observées) du taux directeur.

(29) Voir Borio C. et Disyatat P. "Policy frameworks should allow for the option to tighten monetary policy to lean against the build-up of financial imbalances even if near-term inflation appears to be under control" (<http://www.bis.org/publ/work346.pdf>).

Summers, rejoint par Blanchard, plaide plutôt en faveur d'une réponse budgétaire qui permettrait de soutenir la demande (hausse des dépenses publiques) mais également l'activité potentielle (hausse de la productivité). Summers prend notamment pour exemple une relance de l'investissement public dans les infrastructures, dans un contexte caractérisé par des taux d'emprunt très bas, des matériaux relativement peu coûteux compte tenu de la baisse du prix des matières premières et – aux États-Unis notamment – des travailleurs du bâtiment disponibles. Le FMI³⁰ conseille également de renforcer les dépenses en faveur des politiques actives de l'emploi ou de l'éducation³¹, les investissements en R&D, ou les transferts ciblés sur les ménages qui seraient relativement plus touchés par la réduction de l'activité, pour renforcer la productivité et lutter contre les risques de stagnation séculaire.

Les réponses structurelles sont de plus en plus présentes dans le débat, notamment pour stimuler la productivité et lutter contre les effets d'hystérèse et d'anticipations. Au-delà des mesures de relance budgétaires citées précédemment, des réformes de la composition des recettes et des dépenses publiques pourraient inciter à augmenter l'investissement privé et l'innovation (par exemple dans le domaine des technologies vertes). Il est par ailleurs essentiel de limiter l'incertitude pour lutter contre les effets d'anticipations négatifs. À ce titre, des annonces précises sur les évolutions des systèmes de retraite permettraient de limiter l'épargne de précaution dans les pays touchés par un fort vieillissement de leur population active. Les réformes financières comme la mise en place de l'Union bancaire européenne permettent également de relancer la demande intérieure. Enfin, des mesures sur le marché du travail favorisant le retour à l'emploi pourraient aider à lutter contre les effets d'hystérèse. Afin de limiter les effets négatifs de ces politiques à court terme, la mise en place de minima sociaux dans les pays qui n'en disposent pas permettrait également de relancer la demande intérieure à court terme.

4.2 Une réponse coordonnée pour tenir compte de la dimension mondiale du phénomène

Les économistes soulignent également la nécessité de coordonner les politiques économiques au niveau international pour faire face au risque de stagnation séculaire.

Si les relances budgétaires sont un instrument pour sortir des trappes à sécurité, leur utilisation doit être coordonnée pour éviter une réponse mondiale sous-dimensionnée. Dans les modèles de Eggertsson et *al.* (2015)³² et Caballero et *al.* (2015)³³, les politiques budgétaires sont sources d'externalités dans un monde intégré et en situation de trappe à sécurité mondiale. En effet, la relance budgétaire, notamment dans les pays en surplus courant, permettrait d'augmenter le taux d'intérêt réel d'équilibre mondial, ce qui faciliterait le rééquilibrage du marché mondial des actifs sûrs. Sans coordination, des comportements de « passager clandestin » peuvent apparaître et aboutir à une hausse insuffisante de la demande publique au niveau mondial. Ainsi, un pays pourrait bénéficier de la relance de la demande publique de ses partenaires (via une hausse de ses exportations et une baisse du taux d'intérêt réel mondial) sans avoir à mettre en œuvre lui-même une relance budgétaire.

Les politiques visant à accroître la compétitivité (politique de change ou politique de compétitivité-coût) doivent également être coordonnées sous peine de voir leurs effets s'annuler, voire même d'aboutir à une « course vers le bas ». Les dévaluations ou les politiques de désinflation compétitive visant à s'appuyer sur la demande extérieure pour relancer l'activité peuvent par exemple aboutir à une guerre des changes, qui dégraderait davantage l'économie mondiale. Il est essentiel, comme l'a souligné Coeuré dans son discours de Berkeley en novembre 2015³⁴, de privilégier les réformes visant à renforcer la productivité plutôt que la compétitivité via la compression des coûts.

La prise en compte des effets mondiaux des réformes structurelles visant à flexibiliser les prix et les salaires au niveau national est également indispensable. Caballero et *al.*³⁵ (2015) montrent ainsi que dans une situation de trappe à sécurité mondiale, les pays avec les prix et les salaires les plus flexibles sont relativement moins affectés par la sous-utilisation de leurs capacités que les pays avec des rigidités plus importantes car leur économie s'ajuste plus facilement et surtout gagne en compétitivité relative. Toutefois, au niveau mondial, une flexibilité des prix et des salaires trop importante augmente le taux d'intérêt réel mondial (en réduisant l'inflation alors que le taux nominal est au plancher), ce qui génère une sous-utilisation des capacités mondiales plus forte.

(30) Cf. *World Economic Outlook* avril 2016, Chapitre 1.

(31) Voir par exemple Anne-Braun J., Lemoine K., Saillard E. et Taillepied P. (2016), « Formation initiale et continue : quels enjeux pour une économie fondée sur la connaissance ? », *Lettre Trésor-éco* n°164.

(32) Eggertsson G. B., Mehrotra N. R., Singh S. et Summers L. (2015), "A contagious malady? Open Economy dimensions of secular stagnation", Brown University.

(33) Caballero R. J., Farhi E. et Gourinchas P.-O. (2015), précité.

(34) Coeuré B., 21 novembre 2015 : "It is high time that growth narrative is shifted from a narrow view of "competitiveness" towards a broader understanding of "productivity", both within and across countries".

(35) Caballero R. J., Farhi E. et Gourinchas P.-O. (2015), précité.

Sans se prononcer sur l'existence d'une situation de stagnation séculaire, les dirigeants politiques du G20 s'accordent sur la nécessité d'une action globale et collective pour soutenir durablement la croissance mondiale. Le communiqué des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G20 de Shanghai (février 2016) met ainsi en avant l'idée d'une réponse globale et coordonnée : *"Over the last several years, the G20 has made important achievements to strengthen growth, investment and financial stability. We are taking actions to foster confidence and preserve and strengthen the recovery. We will*

*use all policy tools – monetary, fiscal and structural – individually and collectively to achieve these goals."*³⁶. Il indique également que les pays du G20 sont prêts à accentuer leur réaction en cas de dégradation des perspectives macroéconomiques : *"To enhance our readiness to respond to potential risks, we will continue to explore policy options that the G20 countries may undertake as necessary to support growth and stability"*. Depuis, ces engagements ont été réitérés dans les communiqués du G20 de Washington (avril 2016) et de Chengdu (Juillet 2016).

Anne JAUBERTIE, Linah SHIMI

(36) Communiqué des Ministres des Finances et des Gouverneurs des Banques Centrales du G20, Shanghai, 27 février 2016.

Ce texte présente admirablement la stagnation actuelle comme un problème de demande à court terme, que la politique monétaire ne permet pas de résoudre, et/ou un problème d'offre à long terme. Il me semble que deux facteurs permettent d'être plus spécifiques. Le problème de la politique monétaire, qui est singulier depuis l'après-guerre, n'est pas le taux d'intérêt réel faible, mais le taux d'inflation durablement faible. La faiblesse de l'inflation conduit à relativiser le rôle des facteurs d'offre à court et moyen terme. En effet, un ralentissement de la productivité génère des effets inflationnistes que l'on n'observe pas. Ensuite, comme le texte le rappelle, les Etats-Unis ont retrouvé le chemin encore périlleux de la croissance, certes modérée, alors que la stagnation concerne surtout l'Europe et la Chine.

Cela m'amène au terme manquant dans ce débat sur la stagnation séculaire, qui est l'ensemble des déséquilibres de moyen terme. Le monde connaît de puissantes forces déflationnistes produites par la Chine et la zone euro. La gestion des conséquences de la crise de 2008 en Chine a été la mise en place de plans de relance de l'investissement. Le résultat est des surcapacités manifestes dans des secteurs de biens échangeables, comme l'acier, le ciment, mais aussi de biens non-échangeables comme l'immobilier (générateur de créances douteuses en Chine). La suraccumulation du capital produit des pressions déflationnistes en Chine.

Ensuite, la gestion calamiteuse des divergences européennes depuis 2007 a conduit à des recommandations de baisse des salaires dans de nombreux pays de la zone euro. Cette pression à la baisse des salaires (plutôt que la hausse significative de salaires dans des pays à forts surplus, comme l'Allemagne) conduit à une stagnation salariale, qui est peut-être la vraie cause de la faible inflation et donc de la stagnation séculaire en Europe. En termes bien plus directs, l'excédent commercial allemand, le plus élevé du monde en pourcentage du PIB pour les pays développés est le résultat de bas salaires allemands et montre un déséquilibre de la demande européenne, plus qu'un problème de niveau général.

Une dernière remarque concernant le moyen terme. Pour des raisons liées au régime de change, on considère souvent que l'ajustement macroéconomique entre l'offre et la demande passe par la politique monétaire et donc, en l'occurrence, par une politique de taux bas. L'utilisation de la politique budgétaire est trop souvent exclue des débats, du fait du niveau des dettes publiques dans de nombreux pays. Cependant, dans un contexte de taux d'intérêt bas (trappe à liquidité), on sait que la politique budgétaire a un effet bien plus puissant que la politique monétaire pour relancer l'activité. Dès lors, une conclusion s'impose. La stagnation séculaire est aussi le nom de notre difficulté à gérer un déficit de demande asymétrique dans un monde de dettes publiques élevées, fruit de la crise financière.

Xavier Ragot

Président de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Septembre 2016

n°181. La situation économique mondiale à l'été 2016 : une croissance modérée gagnant graduellement en dynamisme

Jean-Baptiste Bernard, Laetitia François, Thomas Gillet, Julien Lecumberry, Ysaline Padiou, Alexandre Tavin

n°180. Lutte contre la corruption : des effets positifs sur l'activité économique y compris dans les pays développés

Jean-Baptiste Chauvel, Laura Le Saux

n°179. Obésité : quelles conséquences pour l'économie et comment les limiter ?

Daniel Cabry

Août 2016

n°178. L'accord Agirc-Arrco d'octobre 2015 améliore le solde du système de retraite de 0,3 point de PIB entre 2020 et 2060

Julia Cuvilliez, Thomas Laurent

n°177. Les aides à l'embauche : un outil efficace de soutien à l'emploi ?

Jonas Anne-Braun, Sophie Ozil

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.