

L'équilibre de stagnation séculaire

par [Gilles Le Garrec](#) et [Vincent Touzé](#)

Le régime économique de croissance faible et de sous-emploi, associé à une inflation faible, voire une déflation, a récemment été largement débattu, notamment par [Larry Summers](#), sous l'étiquette de « stagnation séculaire ». L'hypothèse d'une stagnation séculaire a été exprimée pour la première fois en 1938 dans un discours prononcé par A. Hansen finalement [publié en 1939](#). Hansen s'inquiétait d'un investissement insuffisant aux États-Unis et du déclin de la population après une longue période de forte expansion économique et démographique.

Dans une [Note de l'OFCE \(n° 57 du 26 janvier 2016\)](#), nous étudions les caractéristiques et la dynamique de l'équilibre de stagnation séculaire.

Le régime de stagnation séculaire résulterait d'une abondance d'épargne par rapport à la demande de crédit conduisant le taux d'intérêt « naturel » réel (qui est compatible avec le plein emploi) en dessous de zéro. Or, si le taux d'intérêt réel reste en permanence au-dessus du taux naturel, alors il en résulte une pénurie chronique de la demande globale et de l'investissement, avec un potentiel de croissance affaibli.

Afin de contrer la stagnation séculaire, les autorités monétaires ont, en premier lieu, réduit leurs taux directeurs, et puis, après avoir atteint la borne zéro (ou ZLB pour *Zero Lower Bound* en anglais), elles ont du pratiquer des politiques non-conventionnelles dites d'assouplissement quantitatif. En effet, les banques centrales ne peuvent pas forcer les taux d'intérêt à être très négatifs sinon les agents privés auraient tout intérêt à conserver leur épargne sous la forme

de billets de banque. Au-delà des mesures d'assouplissement quantitatif, quelles autres politiques pourraient potentiellement aider à sortir l'économie de la stagnation séculaire?

Pour répondre à cette question cruciale, le modèle développé par [Eggertsson et Mehrotra](#) en 2014 a le grand mérite de clarifier les mécanismes de la chute dans la stagnation de long terme et contribue au renouvellement de l'analyse macroéconomique dans la compréhension de la multiplicité des équilibres et la persistance de la crise. Leur modèle s'appuie sur des comportements de consommation et d'épargne d'agents à durée de vie finie dans un contexte de marché du crédit rationné et de rigidité nominale des salaires. Quant à la politique monétaire conduite par la banque centrale, elle consiste à fixer un taux nominal directeur à partir d'une [règle de Taylor](#). Selon cette approche, la stagnation séculaire a été initiée par la crise économique et financière de 2008. Cette dernière est associée à un endettement fort des ménages qui a abouti en fin de compte au rationnement du crédit. Dans ce contexte, le rationnement du crédit conduit à une baisse de la demande et à un excès d'épargne. Par conséquent, le taux d'intérêt réel diminue. Partant d'une situation de plein emploi, si le resserrement du crédit est élevé, le taux d'intérêt d'équilibre devient négatif, ce qui rend la politique monétaire conventionnelle inefficace. Dans ce cas, l'économie plonge dans un régime permanent de sous-emploi de la main-d'œuvre caractérisé par un produit inférieur à son potentiel et par de la déflation.

Dans le modèle proposé par Eggertsson et Mehrotra, il n'y a pas d'accumulation de capital. Par conséquent, la dynamique sous-jacente se caractérise par des ajustements sans transition d'un équilibre stationnaire à un autre (du plein emploi vers la stagnation séculaire si crise du crédit et vice et versa si la contrainte de crédit est desserrée).

Pour étendre l'analyse, nous avons considéré l'accumulation du

capital physique comme une condition préalable à toute activité productive ([Le Garrec et Touzé, 2015](#)). Ainsi, nous mettons en évidence une asymétrie dans la dynamique de la stagnation séculaire. Si la contrainte de crédit est desserrée, alors le capital converge vers son niveau d'avant-crise. Cependant, la sortie de crise prend plus de temps que son entrée. Cette propriété suggère que les politiques économiques pour lutter contre la stagnation séculaire doivent être faites dans les plus brefs délais.

Les enseignements d'une telle approche sont multiples :

- – Pour éviter la ZLB, il y a un besoin de création urgente d'inflation tout en évitant les « bulles » spéculatives sur les actifs, ce qui pourrait nécessiter une régulation particulière. L'existence d'un équilibre déflationniste invite donc à s'interroger sur le bien-fondé de règles de politique monétaire trop centrées sur l'inflation ;
- – Il faut se méfier des effets déflationnistes des politiques d'accroissement de la production potentielle. Le bon *policy-mix* consiste à accompagner les politiques structurelles d'une politique monétaire suffisamment accommodante ;
- – Réduire l'épargne pour faire remonter le taux d'intérêt réel (par exemple, en facilitant l'endettement) est une piste intéressante mais il ne faut pas négliger l'impact négatif sur le PIB potentiel. Il existe un arbitrage évident entre sortir de la stagnation séculaire et déprimer le potentiel. Une solution intéressante peut consister à financer des politiques d'infrastructure, d'éducation ou de R&D (hausse de productivité) par de l'emprunt public (hausse du taux d'intérêt réel d'équilibre). En effet, une forte politique d'investissement (public ou privé) financée de façon à faire remonter le taux d'intérêt naturel permet de satisfaire le double objectif :

soutenir la demande globale et développer le potentiel productif.

Quels sont les risques d'une extension du QE ?

par [Christophe Blot](#), [Paul Hubert](#) et [Fabien Labondance](#)

A l'issue de la [dernière réunion du Conseil des gouverneurs](#) du 22 octobre, Mario Draghi a indiqué que la BCE réexaminerait, ce jeudi 3 décembre, l'orientation de sa politique monétaire à l'aune des développements économiques et financiers et des nouvelles prévisions du staff de l'Eurosystème qui seront divulguées à cette occasion. Le principal enjeu de cette réunion est de savoir si la BCE mettra en œuvre de nouvelles mesures de soutien à l'activité. Elle pourrait par exemple annoncer une nouvelle baisse du taux des [facilités de dépôts](#) ou une extension du programme d'assouplissement quantitatif (QE). La BCE a jusqu'ici pris soin de montrer sa détermination à remplir son objectif premier de stabilité des prix, quitte à essuyer en retour certaines critiques arguant que ces vagues d'expansion monétaire n'ont que peu d'effet sur l'inflation mais alimentent des bulles de prix d'actifs.

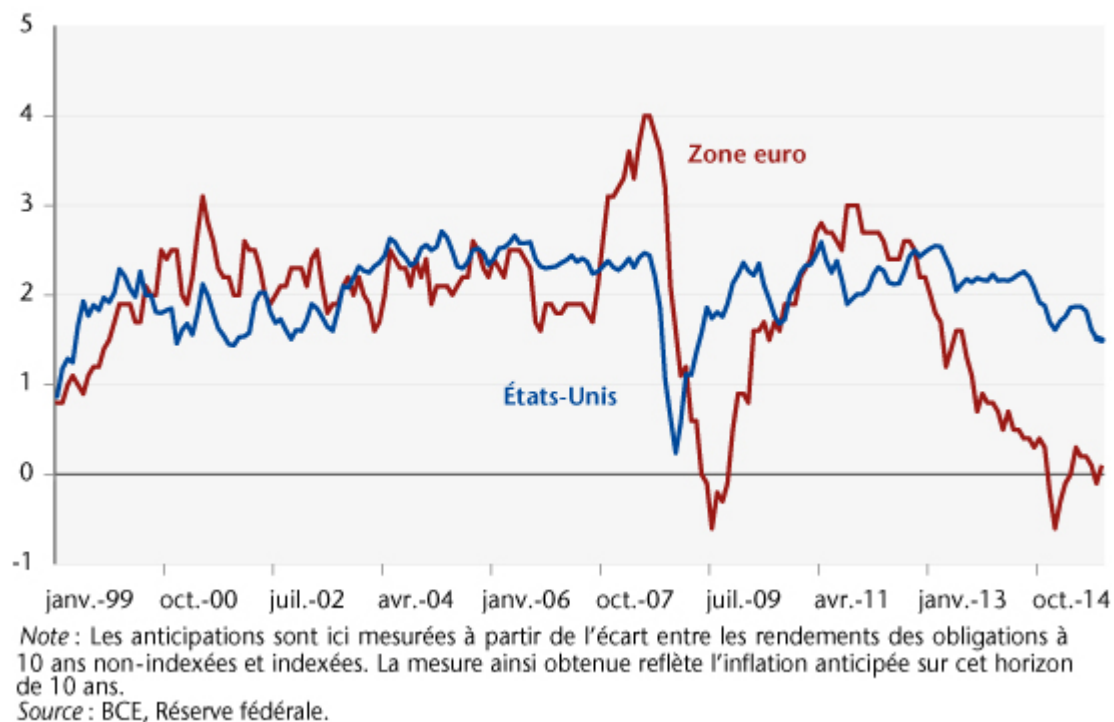
Avec un taux d'inflation de 0,1 % en octobre, la BCE est loin de satisfaire son objectif d'inflation à moyen terme, proche mais inférieur à 2 %. Si la faiblesse de l'inflation en zone euro s'explique en partie par la baisse du prix du pétrole, il n'en demeure pas moins que même corrigée des composantes énergie et alimentaire, l'inflation – dite sous-jacente – ne dépasse pas 1 % depuis septembre 2013, ce qui reflète bien une situation persistante de faible inflation. Notons que le chiffre du mois d'octobre correspond à la dernière valeur

observée de l'inflation et ne renseigne qu'imparfaitement de son évolution à moyen terme. C'est pourquoi, les banques centrales sont particulièrement attentives aux évolutions anticipées de l'inflation. Or, les indicateurs de marché indiquent un nouveau repli des anticipations d'inflation à long terme alors qu'elles avaient augmenté en janvier après l'annonce du QE (voir graphique). Ainsi, alors que la reprise ne se confirme que très doucement dans la zone euro, les craintes d'une situation déflationniste ne sont pas écartées, ce qui devrait pousser la BCE à amplifier son soutien. Dans une [analyse précédente](#), partant des expériences d'assouplissement quantitatif menées par la Réserve fédérale américaine ou la Banque d'Angleterre, nous soulignons les effets positifs attendus du QE dans la zone euro. La dynamique du taux de change de l'euro observée après l'annonce de la BCE en janvier 2015 et lors de la réunion d'octobre suggère un effet *via* le canal du taux de change.

Au-delà de ces canaux se pose la question de l'effet du QE sur les prix d'actifs. Plusieurs travaux montrent qu'une politique monétaire expansionniste *via* des achats d'actifs soutient les conditions financières et entraîne une hausse des prix d'actifs. Néanmoins, certains s'inquiètent aussi des risques associés à ces opérations annonçant qu'elles alimenteraient des bulles de prix d'actifs, c'est-à-dire une augmentation des prix non justifiée par les fondamentaux de l'économie. Pourtant, ce genre d'analyse s'appuie uniquement sur la montée des cours boursiers pour avancer de tels arguments. Dans une étude [publiée récemment, \(Revue de l'OFCE, n°144, novembre 2015\)](#) nous nous intéressons aux effets de la politique monétaire sur 3 prix d'actifs dans la zone euro : les cours boursier, obligataire et immobilier. Notre analyse suggère que les décisions de politique monétaire n'auraient pas d'impact sur la composante des prix d'actifs non-expliquée par les fondamentaux. Ainsi, une baisse des taux d'intérêt ne semble pas alimenter les bulles, de même qu'un durcissement de politique monétaire ne conduit pas à une baisse au-delà ce

qu'indiquent les déterminants usuels des prix d'actifs. Alors que le canal du prix des actifs [\[1\]](#) semble bien à l'œuvre, la politique monétaire n'a pas d'effets additionnels sur la composante des prix d'actifs non-expliquée par les fondamentaux.

Graphique. Anticipations d'inflation à long terme



[\[1\]](#) Ce canal peut-être décomposé en deux : le canal du Q de Tobin et le canal des effets de richesse. Le premier suggère qu'une baisse des taux d'intérêt est susceptible d'avoir un effet favorable sur les cours des actions dans la mesure où le prix d'une action correspond à la valeur actualisée des dividendes futurs. Cette augmentation du prix des actions diminue le coût des fonds propres pour les entreprises et soutient leurs investissements (à l'instar du capital traditionnel mais *via* un mécanisme différent, la hausse des cours boursiers rendant les émissions d'actions plus attractives). Le second suggère que la consommation des ménages peut aussi tirer profit d'une baisse des taux d'intérêt : l'augmentation du prix des actifs financiers ou

immobiliers résultant d'une baisse des taux d'intérêt augmente la valeur de leur patrimoine et soutient leur consommation. Dans un modèle où les ménages cherchent à lisser leur consommation sur le cycle de vie, ils dépensent davantage lorsque leur richesse augmente.