

---

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ECONOMIE MONDIALE



# La malédiction de la stagnation séculaire

Michel Aglietta      et      Thomas Brand  
CEPII                                      CEPREMAP

L'économie mondiale 2016

*Mercredi 9 septembre 2015, 14h30-17h00*

**CEPII**

*Présentation par :*

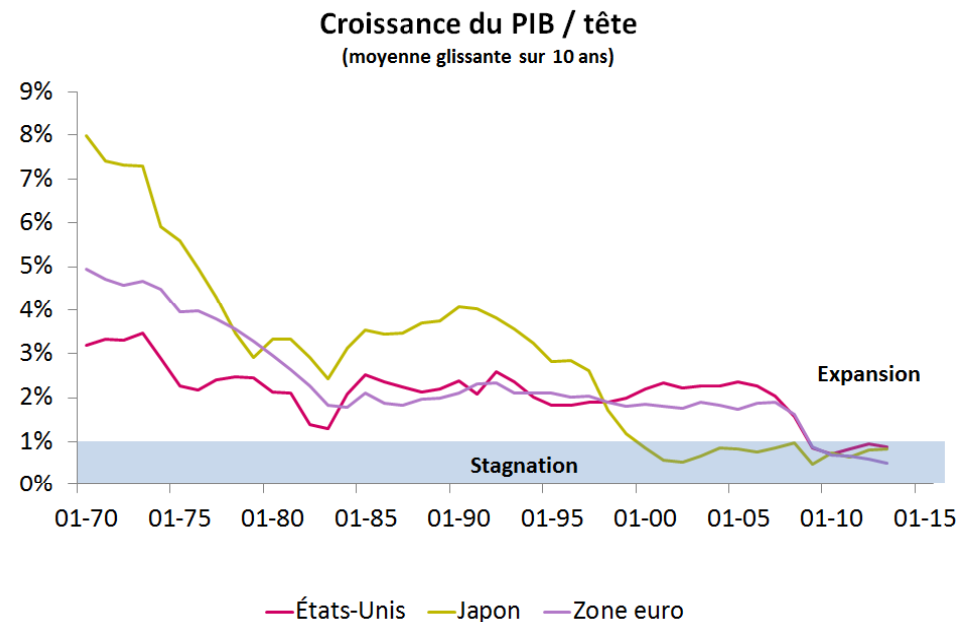
**Michel Aglietta**

Conseiller au CEPII,  
Membre du Haut Conseil  
des Finances Publiques

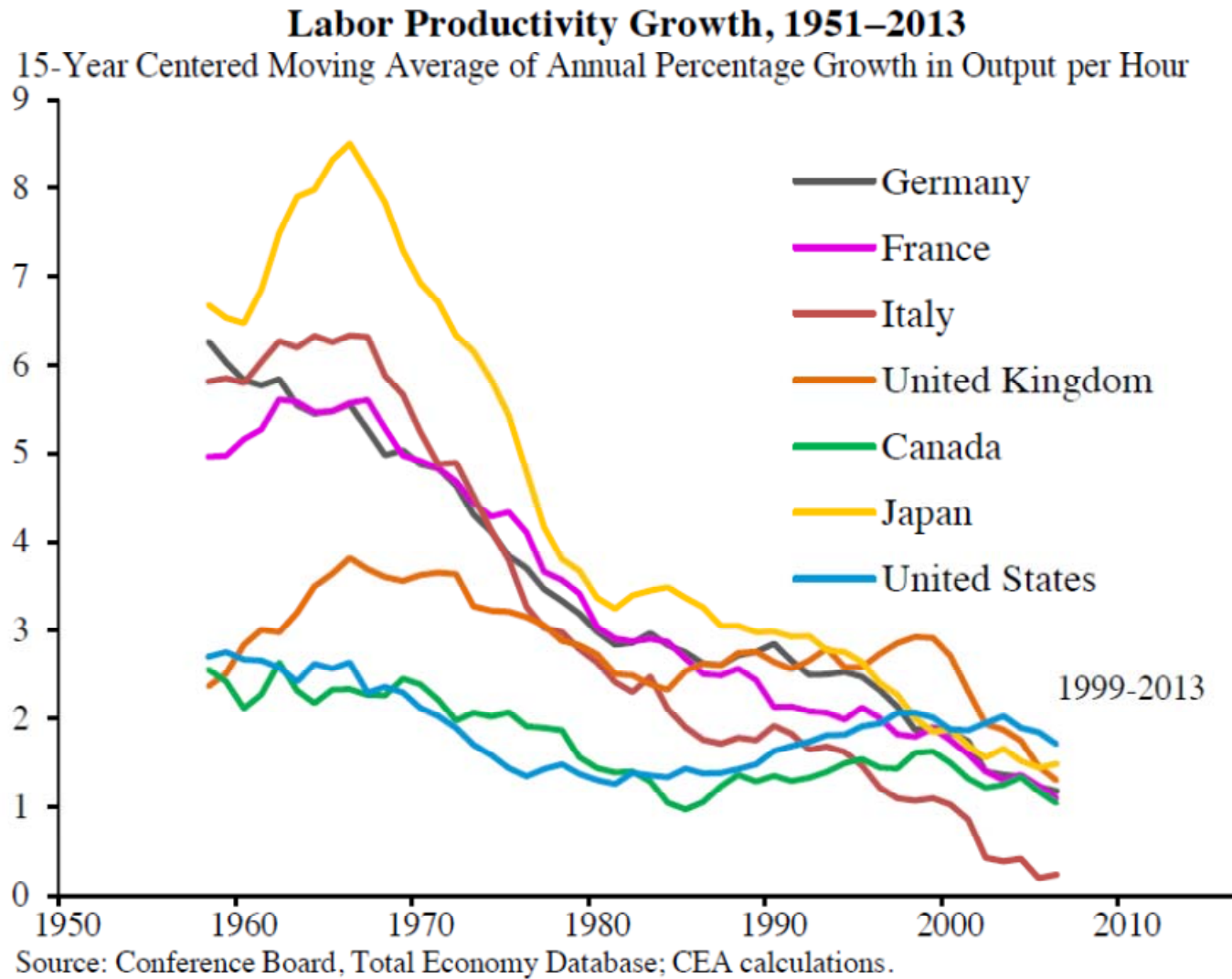


## Une radiographie de la stagnation séculaire

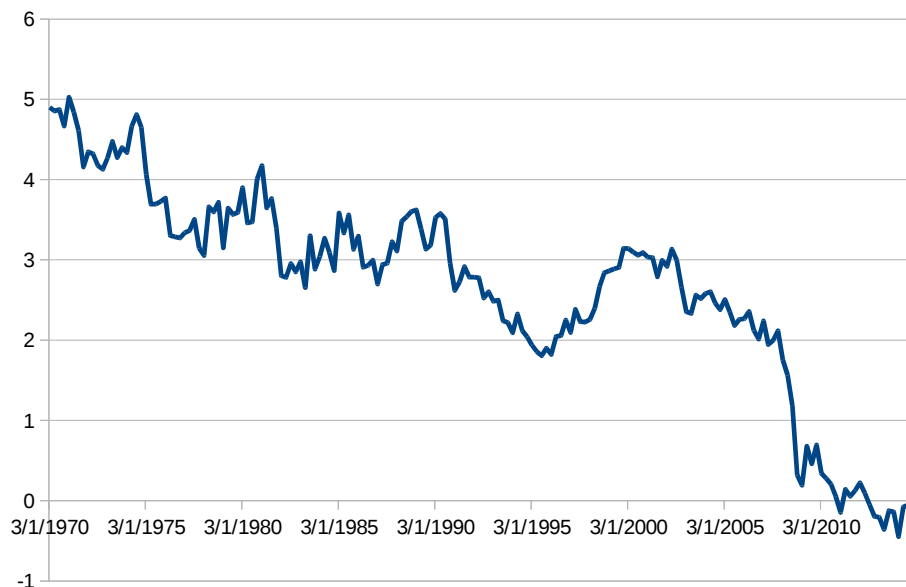
- Définition théorique : la stagnation séculaire est une configuration macro où l'équilibre épargne/investissement au plein emploi n'est pas atteint parce que le taux d'intérêt naturel  $\leq 0$  est  $>$  taux réel de base du marché financier en dépit de l'action de la banque centrale, bloquée par la barrière de taux nominal 0.
- Définition empirique : une période prolongée où l'évolution tendancielle du PIB par ha (g) est :  $0 < g < 1\%$ . C'est le cas des 3 grandes zones de l'OCDE : Japon depuis 1998, US et Europe depuis 2008.



*Symptôme* : Baisse généralisée de la productivité dans les pays avancés à partir des années 1970 sauf rétablissement temporaire aux US (1985-2000)

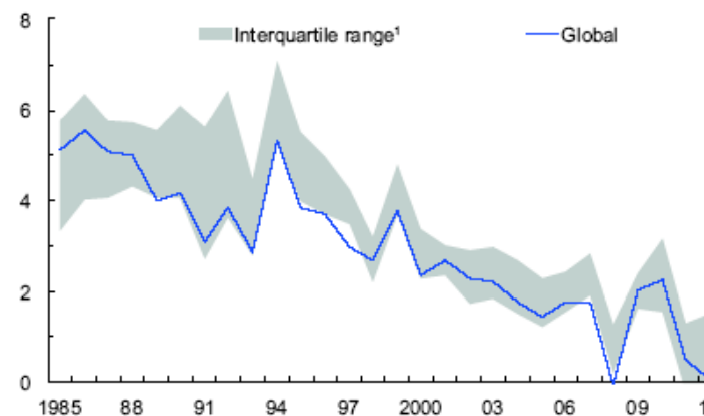


- Estimation aux US (Laubach et Williams)



- Estimation tendancielle du taux réel des pays avancés (FMI)

Figure 1 Short- and long-term global real interest rates (% per year)

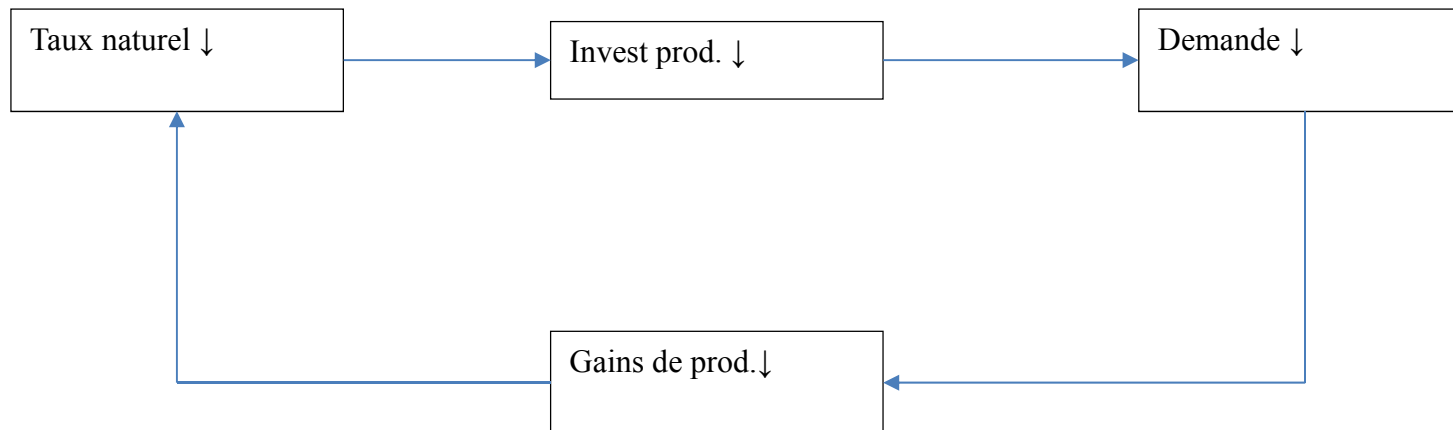


Note: 1 The sample consists of: United States, United Kingdom, Austria, Belgium, France, Germany, Italy, Netherlands, Norway, Sweden, Switzerland, Canada, Japan, Finland, Greece, Portugal, Spain, Australia, New Zealand. Global based on the GDP-weighted average.

Source: IMF (2014).

## Conséquences : un processus auto-entretenu de croissance basse due à la faiblesse de l'investissement productif

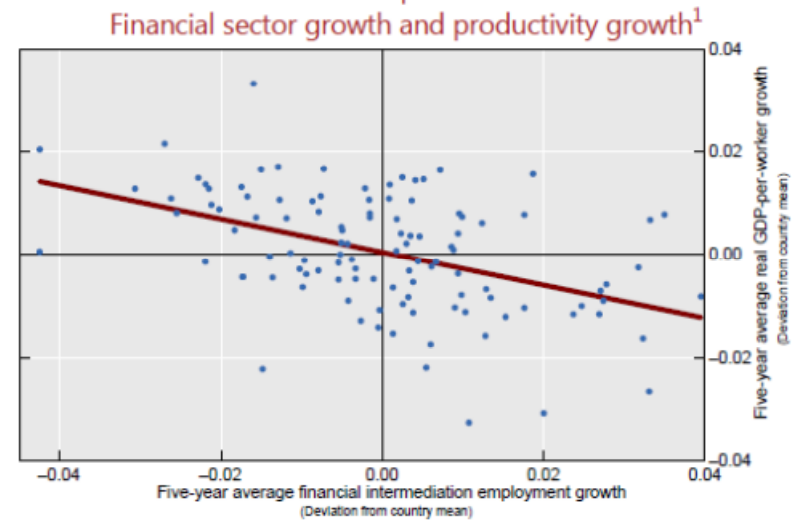
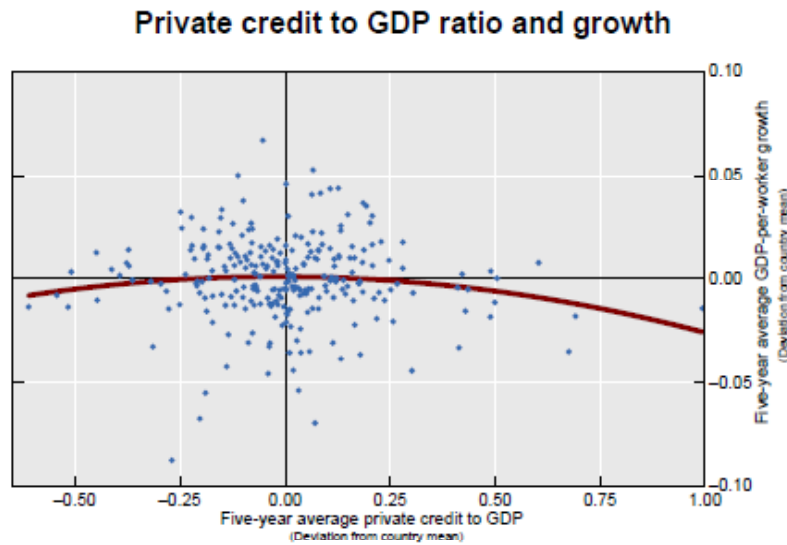
- L'investissement productif agrégé cumulé des pays avancés était 25 % en dessous du niveau qu'il aurait dû avoir si les économies avaient effacé l'impact de la crise financière et récupéré la tendance d'avant-crise (FMI, WEO avril 2015).
- Le fléchissement de l'investissement productif est dû pour 80% au fléchissement de la demande et pour le reste à des contraintes de crédit subies par des PME dans certains pays.
- Le cercle vicieux de la stagnation séculaire :





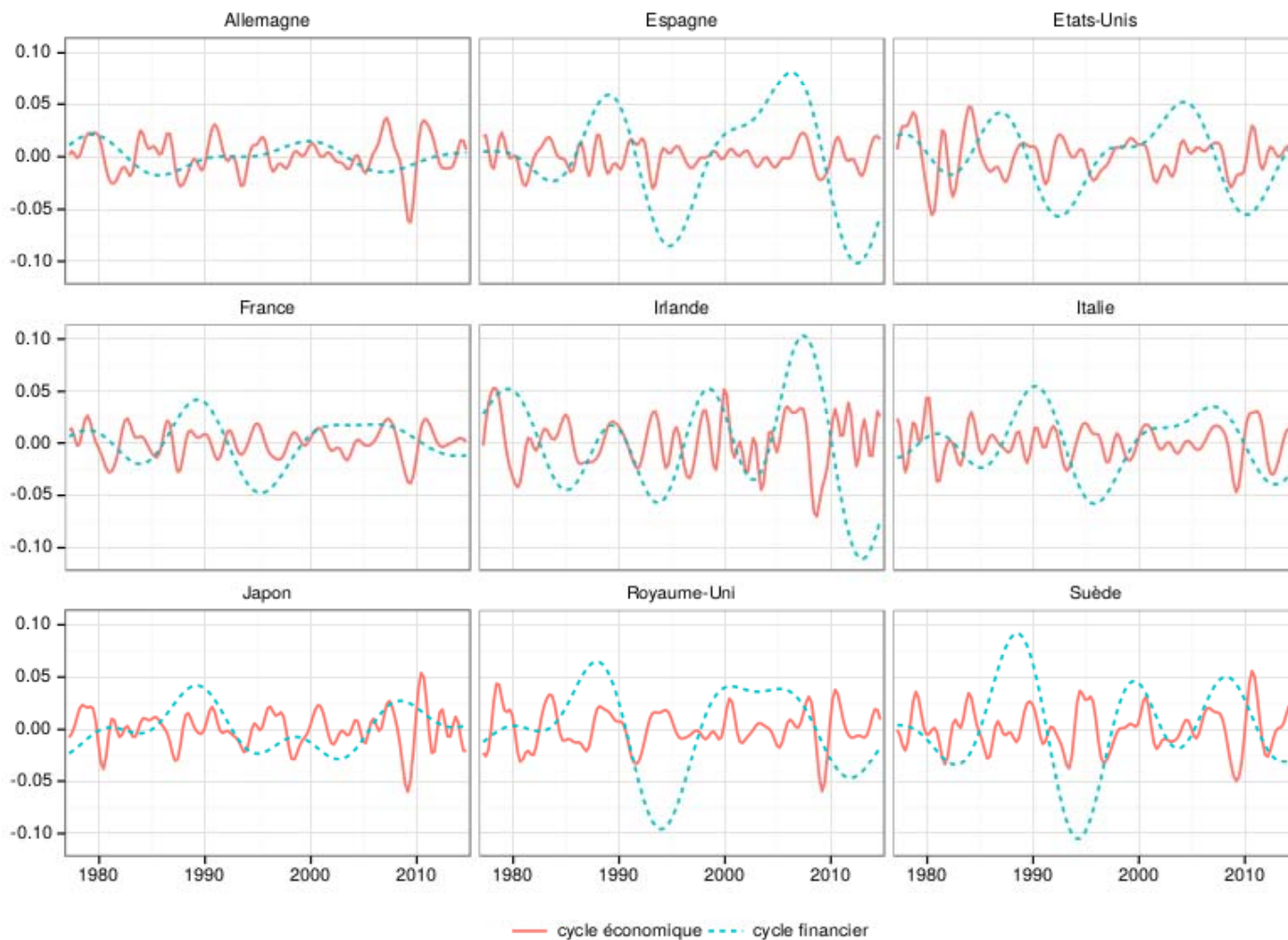
## Au-delà de la radiographie : la financiarisation des économies

# L'expansion financière est néfaste à la croissance économique (études BRI sur large panel de pays)





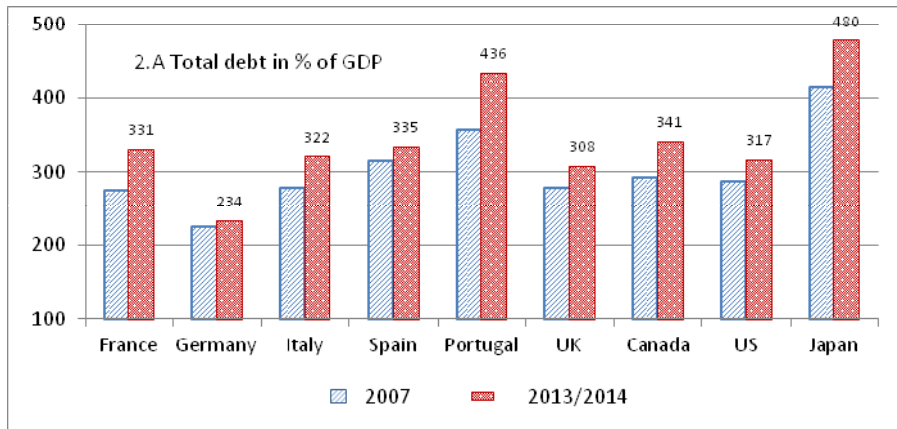
# La dynamique financière domine l'économie selon une logique de *momentum* en créant des cycles financiers de longue durée dont l'amplitude est différente selon les pays



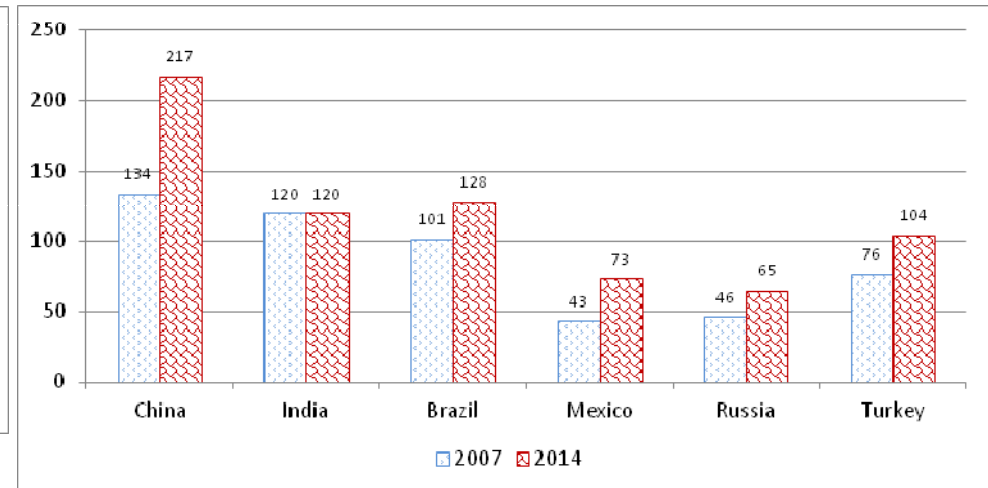
# Le retournement du cycle financier produit une crise financière systémique

La dette continue à progresser dans la phase de reflux des prix d'actifs. Sa structure dépend de l'ampleur de la crise, de l'expansion des bilans des banques centrales et de l'activisme budgétaire

- Dans les pays avancés



- Dans les pays émergents



## Dans l'histoire du capitalisme les phases de globalisation financière sont suivies de redéploiements qui provoquent des mutations dans les régimes de croissance

- La grande globalisation de l'âge classique du capitalisme (1848-1907) :
  - Une longue expansion du crédit rythmée par des crises financières intermédiaires (1856, 1866) est portée par l'expansion des chemins de fer
  - La crise systémique de 1873 entraîne la longue déflation mondiale (1873-1896) où se fait la concentration du capital, l'essor de l'industrie lourde et la nouvelle révolution énergétique (pétrole)
  - La réponse à l'insuffisance de demande transforme les relations internationales: expansion coloniale, montée des nouvelles puissances industrielles (US, Japon, Allemagne), rivalités impérialistes.
- Variation des prix de gros dans les grands pays industrialisés ( en % sur les périodes)

	<b>1849-1873</b>	<b>1873-1896</b>	<b>1896-1913</b>
États-Unis	+67	-53	+56
Royaume-Uni	+51	-45	+39
Allemagne	+70	-40	+45
France	+30	-45	+45

- Après 2 décennies de baisse quasi-continue des taux, la fin possible de cette baisse crée une incertitude d'un ordre bien supérieur au mouvement des taux dans un cycle conjoncturel. Il n'y a pas de repère dans les données passées → volatilité ↑
- La politique monétaire US: arbitrage difficile entre le besoin de ne pas provoquer une panne de croissance et le danger d'emballlement spéculatif dû au surplomb de liquidités.
- Les dettes fragiles aux US sont les crédits structurés à l'achat d'automobiles et les prêts aux étudiants consentis à des emprunteurs très risqués.
- Les dettes corporate en \$ en Asie (Corée et Chine), en Amérique latine, en Turquie et en Afrique du Sud ont une solvabilité détériorée avec la remontée du dollar et la baisse de croissance dans les pays emprunteurs.
- Si une crise éclate dans le secteur financier non bancaire il n'est pas sûr que les banques puissent se porter contreparties à l'échelle requise et que les finances publiques puissent être de nouveau sollicitées à grande échelle.

- Le credo ultralibéral que seul le marché financier peut guider l'allocation du capital dans les activités économiques a échoué et doit être rejeté :
  - Encourager l'esprit d'entreprendre est essentiel pour fournir des emplois de haute qualité dans l'économie réelle, capables de vendre cher le travail national
  - Faire entrer la démocratie dans l'entreprise par la gouvernance partenariale: l'importance cruciale des compétences collectives et la plasticité des frontières de l'entreprise dans les systèmes d'innovation.
- Responsabilités des régions : démocratie participative et souveraineté du commun:
  - Un approfondissement des pratiques de valorisation est nécessaire pour mettre en place la base productive d'une croissance inclusive et soutenable de façon décentralisée.
  - Une logique collective selon un principe d'intégration de l'écologie et de l'économie par débat public et expertise collective: transition énergétique, rénovation urbaine, économie circulaire.
- Promouvoir des investisseurs responsables incorporant les enjeux de soutenabilité :
  - Intermédiaires financiers collectant des montants élevés d'épargne contractuelle
  - Reconnaisant les interdépendances entre évaluations financières et non financières parce que leur horizon leur fait comprendre que la dégradation de la qualité de la croissance menace le rendement du capital à LT.