

STAGNATION SÉCULAIRE ET BASSE INFLATION

Michel Aglietta

Cepii et Université Paris Nanterre

De quoi s'agit-il?

Définitions et faits stylisés

Stagnation séculaire: définition et symptômes

- *Taux d'intérêt naturel* (Wicksell): taux d'intérêt réel d'équilibre tel que $I^*=S^*$ compatible avec la croissance de plein emploi et une inflation stable qui valide les anticipations de LT
- Equilibre de plein emploi si taux d'intérêt réel « de marché » (défini par le taux directeur de la BC lorsque l'inflation est sur la cible) = taux naturel
- *Déflation de bilan*: conséquence du retournement du cycle financier → richesse nette < 0 répandue dans le secteur privé où les agents cherchent un désendettement simultané → demande globale ↓ → désendettement contrarié
- *Stagnation séculaire*: configuration macro où l'équilibre au plein emploi $I^*=S^*$ implique un taux d'intérêt naturel < 0 que la banque centrale, bloquée par la barrière de taux nominal 0 (ZLB), peine à atteindre.
- Symptômes:
 - ↓ tendancielle du taux d'intérêt réel (proxy du taux naturel) jusqu'à ≤ 0
 - ↓ de longue durée du taux de croissance potentielle
 - Output durablement très en dessous du potentiel
 - Inflation ↓ avec demande agrégée insuffisante.

Baisse tendancielle du taux d'intérêt réel: US et mondial

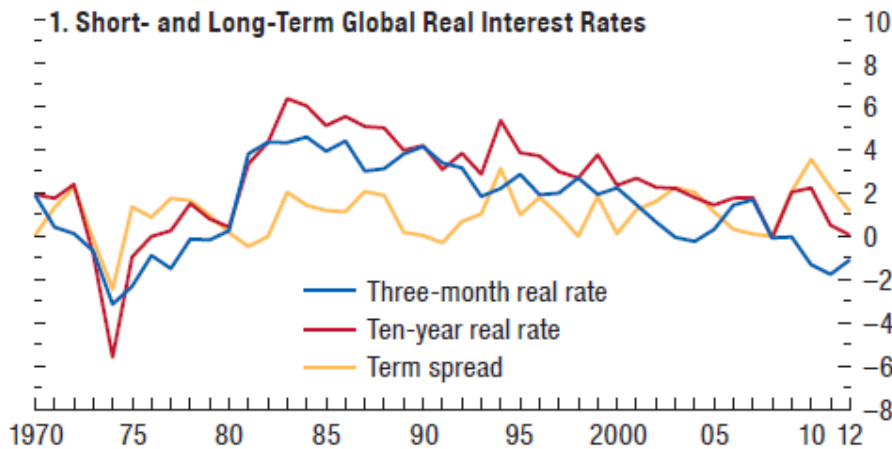
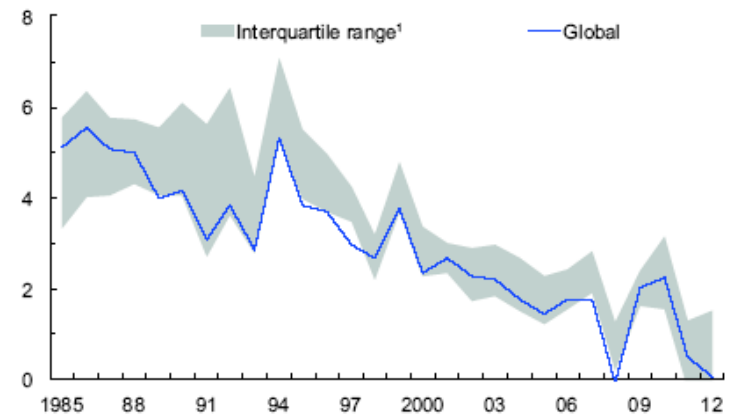


Figure 1 Short- and long-term global real interest rates (% per year)



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.

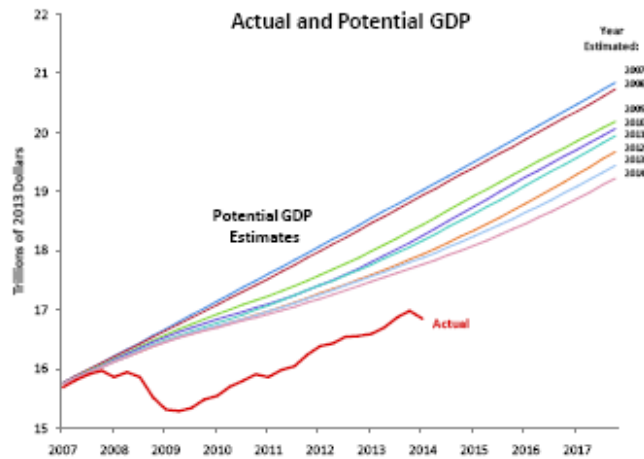
Source: IMF (2014).

Que s'est-il passé avant et après la crise pour influencer le taux d'intérêt réel?

- Changement de régime monétaire (années 1980) → taux réel $\uparrow\uparrow >$ taux naturel
- Le cycle financier s'installe (déréglementation/globalisation) avec la dynamique bulle spéculative/levier de dette → crises financières (1990-91/1997-98/2000-01/2007-08). *Après chaque déflation de bilan, le taux réel moyen du cycle suivant ne revient jamais à son niveau antérieur.*
- Facteurs d'irréversibilité de l'économie réelle faisant baisser le taux naturel:
 - Déclin démo et vieillissement → $I \downarrow$ et $S \uparrow$
 - Hausse des inégalités → \downarrow propension moyenne à dépenser compensée sur 2000-07 par endettement insoutenable (dette ménages/PIB) aux US : 67 % en 2001 → 94% en 2007) → *la croissance 2003-07 est au dessus du potentiel si l'on ajuste de l'accumulation des déséquilibres globaux (BRI).*
- Facteurs d'irréversibilité produits par le cycle financier :
 - Rôle crucial des EMEs après crise asiatique : $S/Y \uparrow$ avec % actifs sûrs/actifs risqués \uparrow par accumulation de FX → \downarrow taux réel mondial et taux réel US
 - Après la crise : effondrement de l'intermédiation financière, incertitude et aversion pour risque $\uparrow\uparrow$ → taux monétaire \downarrow à ZLB
 - Baisse massive de l'investissement → taux réel de marché $>$ taux naturel

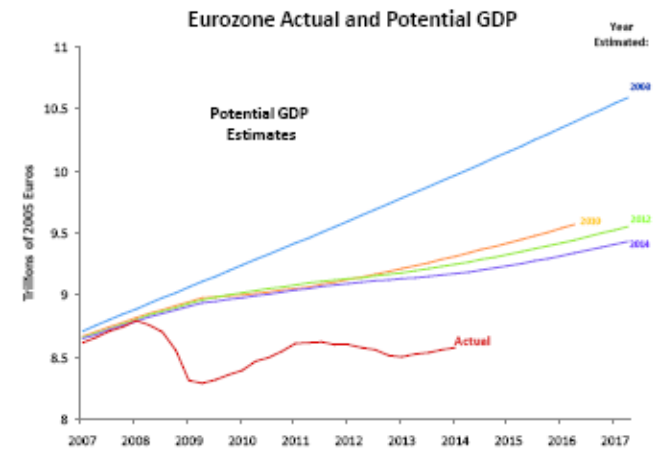
Croissance potentielle, output gap et impact de la crise: US et ZE

Figure 1a Actual and potential GDP in the US



Sources: Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis.

Figure 1b Actual and potential GDP in the Eurozone

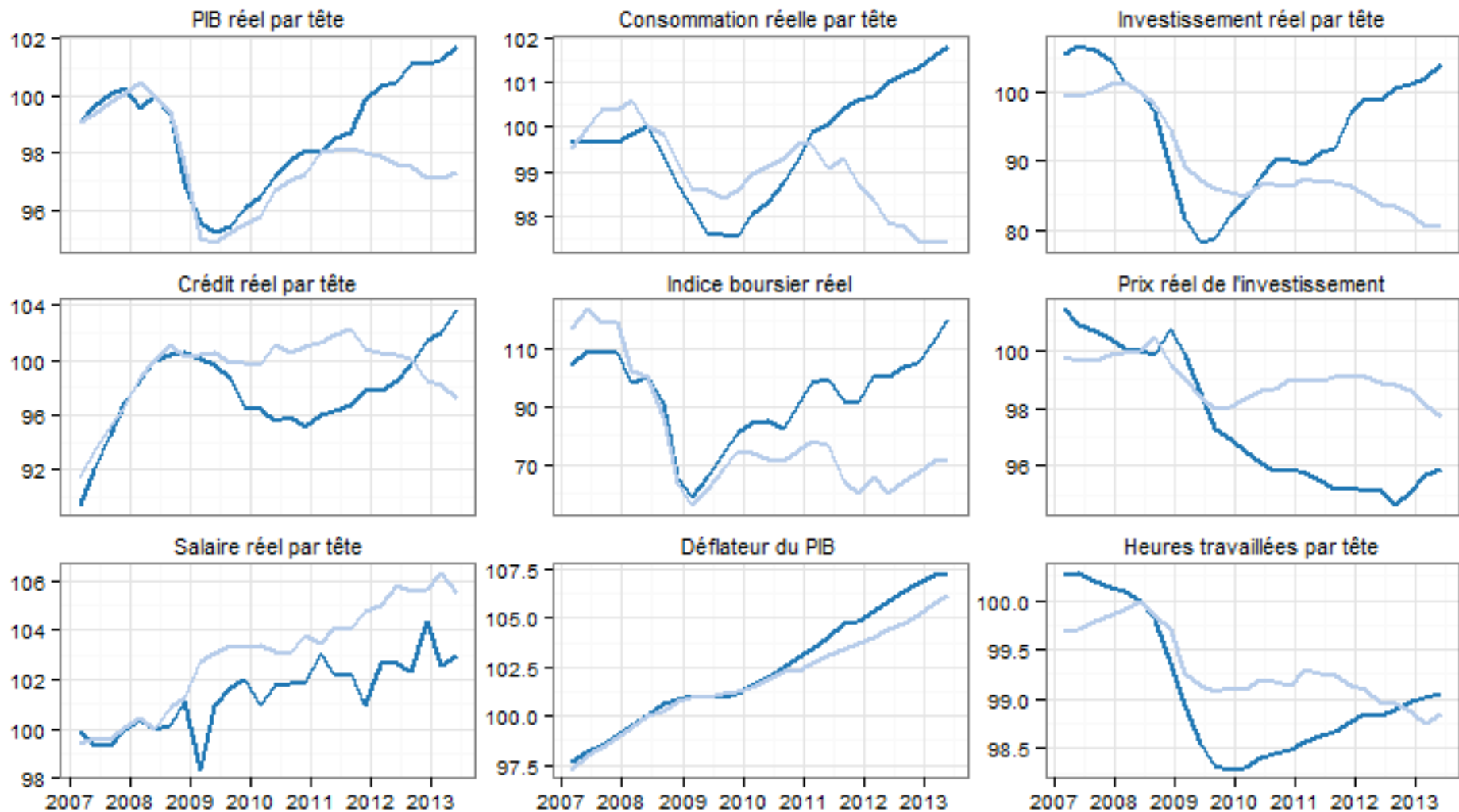


Sources: IMF World Economic Outlook Databases, Bloomberg.

Pourquoi la ZE est-elle plus gravement affectée?

- La crise bancaire et financière de 2007 intervient dans une Europe déjà affaiblie par l'hétérogénéité des pays membres et les divergences réelles que l'UEM a accentuées.
- Depuis 2010, trois erreurs majeures à la fois politiques et économiques :
 - *Un assainissement trop timoré des bilans bancaires* → paralysie du crédit
 - *L'extension de la crise grecque à des Etats solvables* → fragmentation de l'espace financier européen
 - *Des ajustements budgétaires asymétriques, restrictifs, trop rapides et simultanés* → récession (2011-13) + rebond conjoncturel sans reprise de l'investissement ni privé, ni public

Comparaison des grandes variables macroéconomiques en Zone euro et aux Etats-Unis : vers une grande divergence ?



Base 100=2008T2 — États-Unis — Zone Euro

Echec au désendettement du secteur privé en ZE

- La ZE est la seule région de l'OCDE sans aucun désendettement
- Seule l'Allemagne, dont la dette privée était la plus faible, s'est désendettée

Tableau 1. Dettes publiques et privées (niveau 2013 et variation 2008-13 en % du PIB)

1a. Zone euro dans l'OCDE

Pays et zone euro	Niveau 2013		Variation 2008-2013	
	Dette privée nf ¹	Dette publique ²	Dette privée nf ¹	Dette publique ²
Etats-Unis	156	85	-19	+22
Zone euro	164	96	0	+26
Royaume Uni	187	89	-16	+34
Japon	167	238	-3	+46

nf : secteur privé non financier : ménages et entreprises

1: secteur privé non financier (ménages et entreprises)

2: dette publique brute

Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM

1b. Dettes nationales en zone euro

Pays et zone euro	Niveau 2013		Variation 2008-2013	
	Dette privée nf ¹	Dette publique ²	Dette privée nf ¹	Dette publique ²
Allemagne	107	80	-7	+13
France	123	92	+13	+24
Italie	128	127	+6	+21
Espagne	209	94	-11	++54

nf : secteur privé non financier : ménages et entreprises

1: secteur privé non financier (ménages et entreprises)

2: dette publique brute

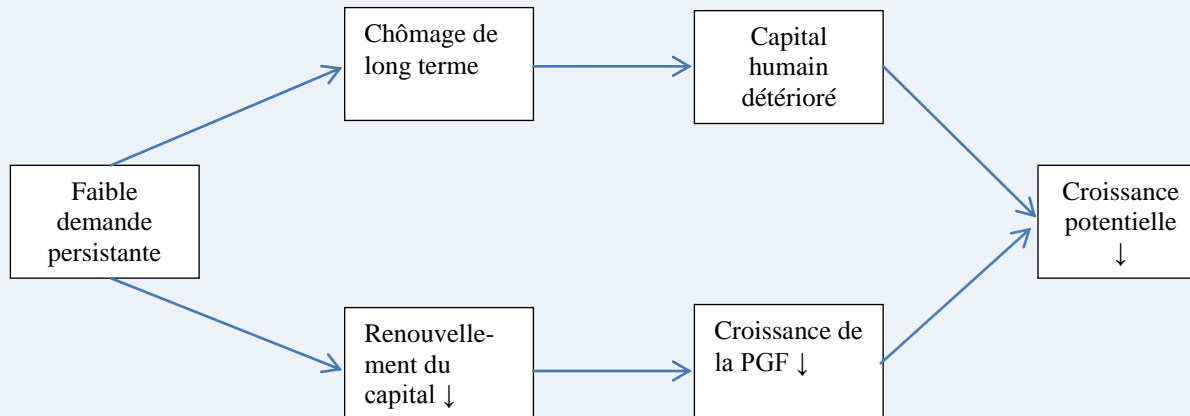
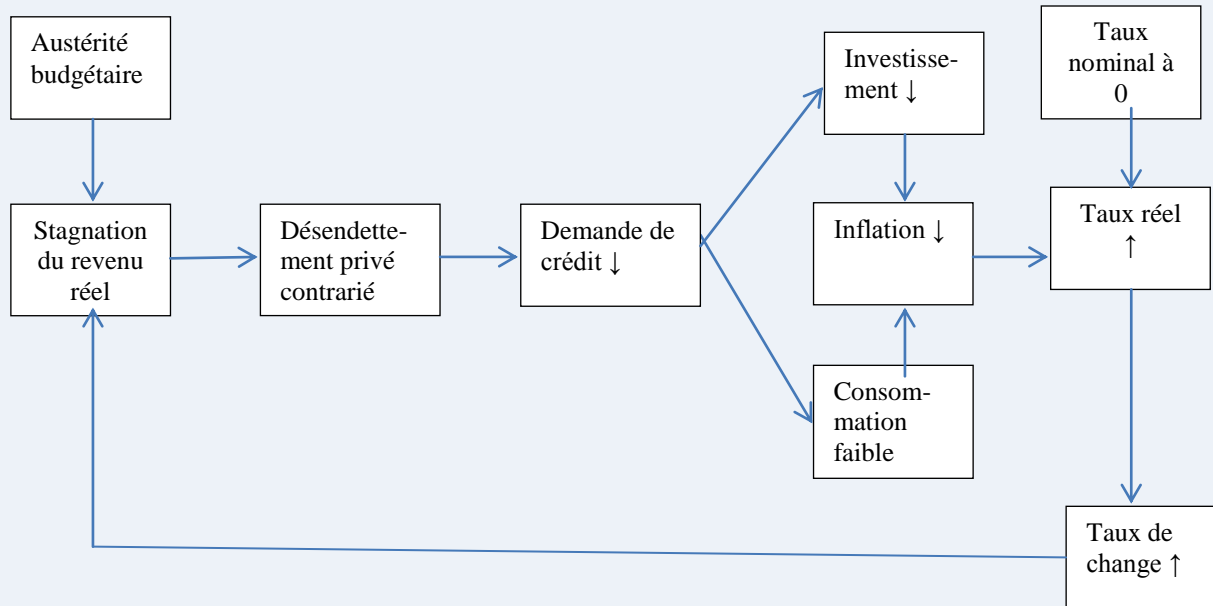
Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM

Théorie et politiques économiques

Comment la déflation de bilan contrariée peut-elle devenir un équilibre permanent de sous-emploi?

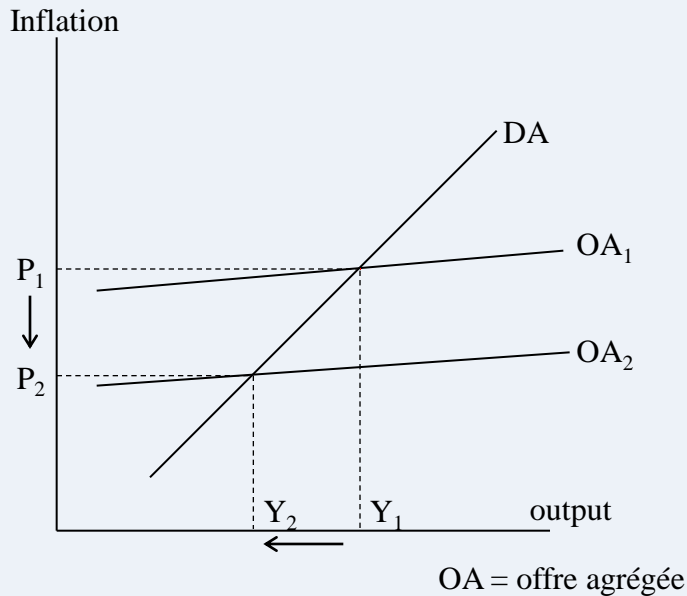
- Si les prix sont flexibles et si le taux naturel est < 0 en permanence, entraînant le taux nominal de la BC à ZLB, il n'existe pas d'équilibre macro de long terme compatible avec la stabilité des prix:
 - Equation de Fisher: $1 + r_t = (1 + i_t) \frac{P_t}{P_{t+1}}$
 - Si $r_t < 0$ en permanence, la stabilité des prix implique $i_t = r_t < 0$; ce qui est impossible.
 - A l'équilibre l'inflation est constante: $\pi_t = \bar{\pi}$ où $\pi_t = \frac{P_{t+1}}{P_t} = 1 + \text{taux d'inflation}$
 - Sous la double contrainte $r < 0$ et $i = 0$, l'équation de Fisher devient: $\pi_t = \frac{1}{1 + r_t} > 1$
 - Donc $\pi_t = \bar{\pi} \rightarrow P_{t+1} > P_t$. *Pour éviter une baisse permanente de l'output, la banque centrale doit délivrer un taux d'inflation $\geq (1/1+r)-1$. Si la BC veut forcer l'inflation à être en dessous de cette borne inférieure, il y aura une récession permanente à la japonaise (pré-Abe).*
- Si les salaires sont rigides à la baisse, la rigidité des salaires peut éviter la récession permanente. Mais si la banque centrale ne tolère pas une inflation suffisamment élevée, *le niveau de l'output sera en permanence en dessous du potentiel*. C'est la stagnation séculaire. Si la *forward guidance* n'élève pas les anticipations d'inflation au dessus de cette borne, elle n'a aucun effet même si elle paraît accommodante.

Les processus qui entretiennent la stagnation séculaire

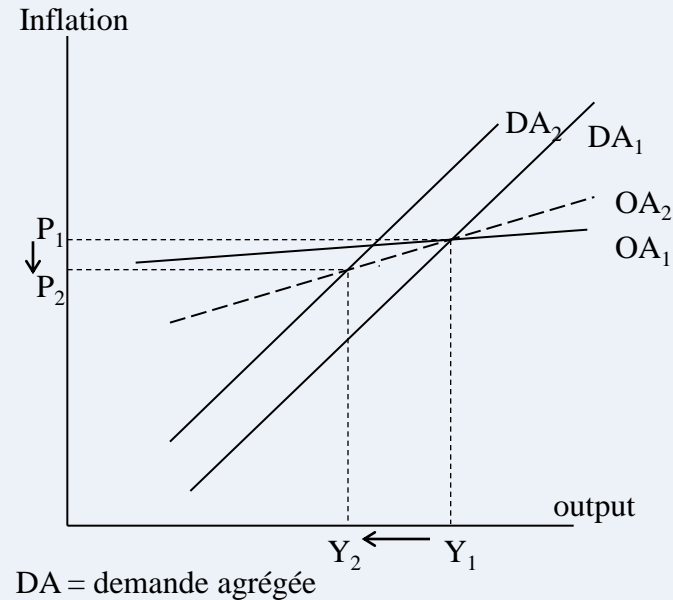


Les anomalies de la stagnation séculaire

- La stagnation séculaire invalide le modèle de base de la macro (Eggertson):
 - La courbe d'offre devient + plate avec l'inflation basse et l'output gap élevé.
 - La demande agrégée a une pente \uparrow parce qu'une \downarrow de l'inflation \uparrow la valeur réelle des dettes et renforce les difficultés du désendettement $\rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$. Cet effet est aggravé si les prix sont + flexibles parce que la courbe d'offre devient + pentue.
 - Une politique de baisse du coût du travail renforce le marasme à cause de l'effet récessif de la baisse des prix sur la demande agrégée.



Une baisse du coût du travail : $OA_1 \rightarrow OA_2$
 Réduit l'activité économique : $Y_1 \rightarrow Y_2$
 et l'inflation : $P_1 \rightarrow P_2$



Une plus grande flexibilité des prix augmente la pente de la courbe d'offre $OA_1 \rightarrow OA_2$
 et déplace la courbe de demande vers la gauche : $DA_1 \rightarrow DA_2$
 Réduction de l'activité et des prix

Les politiques adéquates pour retrouver une macro « normale »

- Politiques pour inverser la pente de la courbe demande et la déplacer à droite:
 - Politique monétaire relevant la cible d'inflation ou définissant une nouvelle règle: niveau de prix ou norme sur la croissance du PIB nominal.
 - Politique budgétaire injectant du pouvoir d'achat aux catégories de revenus à haute propension à consommer pour réduire l'output gap.
- Politiques de croissance pour ramener le taux naturel en territoire >0 (remonter la courbe d'offre en \uparrow le rendement du capital)
 - La priorité est d'inverser le déclin de l'investissement public au niveau européen pour élever la productivité des facteurs de production: infrastructures de réseaux à externalités >0 , investissements bas carbone tournés vers l'efficacité énergétique, investissement massif formation/éducation sur toute la vie accompagnant l'automatisation des processus de production pour accroître systématiquement les qualifications.
 - Une intermédiation financière impliquant la banque centrale dans le financement des investissements bas carbone et les financements hors banques des entreprises et créant un Fonds Européen d'investissement comme plateforme de coordination pour impliquer les investisseurs à long terme responsables.