

La stagnation séculaire

GILLES LE GARREC,
VINCENT TOUZÉ

La stagnation séculaire peut être liée, côté offre, à l'affaiblissement de la productivité entamé dans les années 1970. D'un autre côté, une demande insuffisante peut générer une double spirale, déflationniste et de l'épargne de précaution, et s'accompagner d'une hausse durable du chômage, en cas de rigidité nominale à la baisse des salaires. La première explication se heurte aux effets inflationnistes, prédits mais non observés. Et, associée à un pessimisme technologique, un monde sans croissance à long terme apparaît alors comme inéluctable. Selon la seconde explication, la sortie de la stagnation séculaire nécessite des politiques budgétaire et monétaire (non conventionnelle) expansionnistes et suffisamment massives, afin de faire remonter la demande globale et le niveau d'inflation.

les déficits publics, contribuant alors à un fort gonflement de l'endettement public, tandis que les Banques centrales bloquées par la contrainte de non-négativité du taux directeur (document 1, graphique 4) vont devoir s'appuyer sur d'autres outils de politique monétaire moins conventionnels.

Non prévue par les outils de prévision, et d'une durée difficile à expliquer par la théorie économique, cette crise nécessite un renouvellement de l'analyse économique, en commençant par la remise au goût du jour du concept de « stagnation séculaire » développé par l'économiste américain Alvin Hansen (1939) après la « Grande Dépression ». En effet, en mettant au cœur de l'analyse la possible persistance d'une trop forte épargne et d'une demande insuffisante, ce concept apparaît particulièrement pertinent pour expliquer la crise contemporaine.

La crise de 2008 a provoqué une récession dont l'ampleur et la durée inattendue conduisent à se demander si cette persistance exceptionnelle ne traduirait pas un nouvel état de l'économie, dit de « stagnation séculaire ». Après une longue période de récession, les économies des États-Unis et de la zone euro

devraient retrouver un niveau de production compatible avec leurs capacités potentielles en 2018. En réponse à cette « grande récession » caractérisée par une forte baisse de la production, une hausse massive du chômage et une quasi-déflation (document 1, graphiques 1 à 3), les gouvernements vont laisser se dégrader

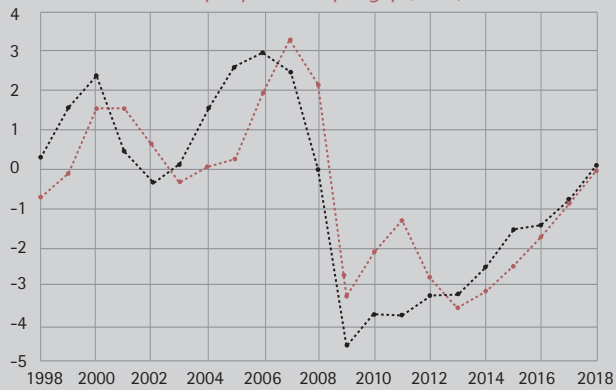
L'ENTRÉE DANS UNE CRISE EXCEPTIONNELLE

La crise économique et financière de 2008 a profondément frappé les économies développées par son ampleur et sa durée. Les causes de cette crise nommée « grande récession » sont multiples. La période qui la précède se caractérise par une envolée du prix des actifs financiers et immobiliers ainsi que de celui des matières premières, dans un contexte de

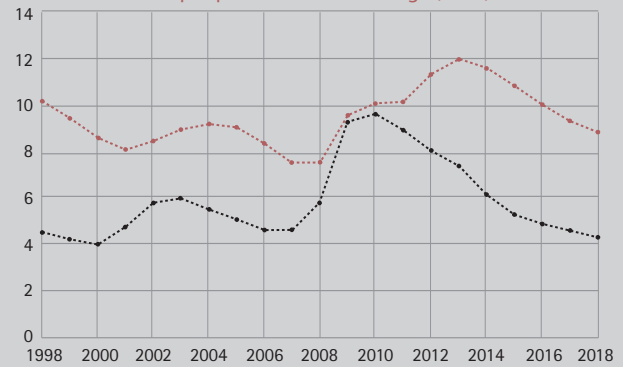
☰ Téléchargez librement les graphiques, schémas et tableaux
▼ des numéros à partir de la page Écoflash sur reseau-canope.fr

DOCUMENT 1. DONNÉES MACROÉCONOMIQUES

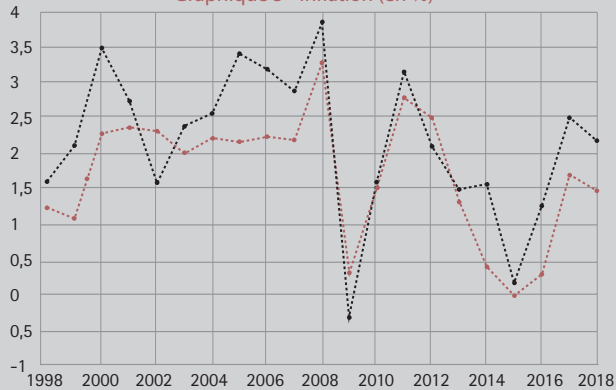
Graphique 1 - Output gap (en %)



Graphique 2 - Taux de chômage (en %)



Graphique 3 - Inflation (en %)



Graphique 4 - Taux directeur (en %)



Note : l'*output gap* (écart de production), en %, mesure l'écart entre la croissance effective et la croissance potentielle.

Source : OCDE, BCE et FED.

croissance soutenue. Cet édifice fragile était basé sur un fort endettement privé, et aussi public, ainsi que sur des anticipations de croissance future élevée. Les nouveaux outils de la finance (produits dérivés, *shadow banking*) et leur internationalisation rendent alors la structure d'endettement financier et sa régulation plus difficiles à appréhender. La spéculation est à son comble, notamment aux États-Unis avec la mise en place de crédits dit « *subprimes* » pour financer l'investissement immobilier des ménages modestes. Le rendement de ces crédits une fois titrisés est alors réputé quasi sûr grâce à un système d'assurance, mis en place par des sociétés financières spécialisées (rehausseurs de crédit), qui permet de se couvrir contre le risque de perte. Pendant l'été 2007, les marchés financiers vont retenir leur souffle car de premiers éléments venus d'Outre-Atlantique laissent présager que ces investissements ne seraient pas aussi sûrs que les modèles financiers pouvaient le laisser penser.

Sachant que la finance est globalisée

et que les valeurs des actifs financiers sont interconnectées via des engagements réciproques entre les agents financiers, cette remise en question d'un élément du modèle économique va déclencher des mécanismes en chaîne qui impacteront l'ensemble de la finance mondiale. De surcroît, voulant assumer un rôle de régulateur financier *ex post*, le gouvernement américain va prendre la décision de ne pas soutenir un acteur clé du système bancaire mondial, la banque d'affaires *Lehman Brothers*, conduisant ainsi à sa faillite précipitée le 15 septembre 2008. Cet événement va renforcer la disparition de la confiance entre les différents acteurs financiers, et notamment bancaires, qui renonceront à se prêter des fonds les uns aux autres, entraînant alors le gel du marché des prêts interbancaires. Les banques seront aussi réticentes à prêter aux entreprises et aux ménages, ce qui va conduire à un repli de l'offre de crédits, appelé « *credit crunch* » dans la littérature anglo-saxonne. Face à un environnement dégradé, les entreprises vont elles aussi réduire leurs projets d'investissement et leurs dépenses de fonctionnement afin de

dégager des ressources supplémentaires pour réduire leur niveau d'endettement. Les ménages, inquiets, vont également revoir à la baisse leurs projets de consommation et d'investissement immobilier et privilégier les placements sans risque. Ces comportements individuels vont provoquer au niveau collectif un repli massif de la demande. En 2008, cette crise financière aura un impact massif sur l'économie des pays développés, avec une baisse de la production (mesurée par le PIB) par rapport à leurs potentiels. L'écart par rapport au potentiel a atteint au maximum 4,5 % aux États-Unis en 2009, et 3,6 % dans la zone euro en 2013.

L'ampleur de la crise est d'autant plus exceptionnelle qu'elle est généralisée. Cette baisse de la production va s'accompagner d'une hausse du chômage et d'une stagnation des prix, voire d'épisodes déflationnistes. La durée de la récession est également exceptionnelle car la sortie est prévue seulement dix années après le choc de 2008. Le tableau ci-après dresse un bilan des tendances de moyen terme (moyenne sur

dix ans) avant et après crise de 2008 (document 2). Les calculs suggèrent un changement de régime avec des moyennes observées du taux de chômage, d'*output gap*, d'inflation et de croissance potentielle qui se sont écartées durablement de leur niveau antérieur à la crise.

Si les États-Unis ont retrouvé un niveau bas de taux de chômage inférieur à 6 % depuis 2014 (contre près de 10 % au plus haut de la crise, et un peu moins de 4,9 % en moyenne avant la crise), l'Europe reste à la traîne. Le chômage européen reste élevé, avec des situations très hétérogènes. Pour l'année 2017, on observe, par exemple, des situations très favorables (3,7 % en Allemagne et 4,9 % aux Pays-Bas), moins favorables (9,4 % en France et 11,2 % en Italie), et d'autres encore très dégradées (17,2 % en Espagne et 21,7 % en Grèce). Selon les dernières prévisions de l'OCDE, les productions européenne et américaine devraient globalement retrouver un niveau proche du potentiel en 2018. Toutefois, la durée de la crise est très variable en Europe : l'Allemagne a retrouvé son niveau potentiel depuis 2014, avec un taux de chômage peu affecté et qui a fortement baissé dès 2010, tandis que la France ne devrait toujours pas retrouver un niveau « normal » de production en 2019, d'après l'OCDE. Quant à la Grèce, sa production serait encore à un niveau inférieur de 7,7 % de son potentiel en 2019.

Si les économies européenne et américaine retrouvent ou ont retrouvé un niveau de production proche de leur potentiel, ce dernier a été fortement impacté au regard des prévisions passées. En provoquant fermetures d'entreprises et chômage, la crise a de facto réduit la capacité productive : destruction de capital productif et dégradation du capital humain des chômeurs de longue durée. De ce point de vue, la crise aura abîmé de façon durable les facteurs de production de l'économie.

On peut noter qu'aux États-Unis, la baisse du chômage s'est réalisée dans un contexte de baisse de la population active, marquant aussi le fait que la crise économique a pu décourager des personnes en âge de travailler de rester sur le marché du travail. Ce n'est pas le cas en Europe, où la hausse du taux d'activité s'est poursuivie malgré l'entrée en crise.

DOCUMENT 2. COMPARATIF ZONE EURO ET ÉTATS-UNIS : AVANT ET APRÈS LA CRISE DE 2008

	Zone euro		États-Unis	
	Moyenne 1998-2007	Moyenne 2009-2018	Moyenne 1998-2007	Moyenne 2009-2018
Chômage	8,5 %	10,2 %	5 %	7 %
Output gap	0,9 %	-2,2 %	1,4 %	-2,5 %
Croissance potentielle	1,8 %	0,8 %	2,7 %	1,6 %
Inflation	2 %	1,2 %	2,6 %	1,5 %
Dettes publiques (en % du PIB)	69 %	89 %	62 %	106 %

Source : Calculs des auteurs d'après données OCDE.

BAISSE TENDANCIELLE DE LA PRODUCTIVITÉ : UNE AUTRE STAGNATION « SÉCULAIRE » ?

La crise de 2008 a, sans aucun doute, dégradé la productivité. Toutefois, une tendance baissière de la croissance de la productivité s'observe bien avant la crise, ce qui fait apparaître une autre notion de stagnation à long terme. La question soulevée n'est alors plus celle d'une insuffisance de la demande, mais celle d'un affaiblissement de l'offre.

Au début des années 2000, l'économiste américain Robert Gordon a lancé l'idée d'une stagnation tendancielle de la productivité [4]. Pour les États-Unis, la croissance de 2,7 % par an sur la période 1950-1973 aurait chuté à 1,4 % sur la période 1973-2000. Gordon (2014) prédit qu'à l'horizon 2100, cette croissance serait réduite à 0,2 % par an. Il appuie sa thèse sur le fait qu'après la machine à vapeur, l'automobile, l'électricité et le numérique, les innovations de rupture se feraient rares [5].

D'autres éléments pourraient aussi expliquer un tel ralentissement : le vieillissement de la population peut se traduire par une perte en capacité (baisse des aptitudes cognitives et physiques avec l'âge), la dégradation de l'environnement et le réchauffement climatique nuisent à la fertilité des sols, l'épuisement des ressources non renouvelables va restreindre les capacités de production, etc. [10].

Cette thèse fait débat. La stagnation de la productivité – considérée comme un choc négatif par rapport à une augmentation « normale » – pèse sur l'offre et devrait avoir des effets inflationnistes, alors que la grande récession est caractérisée

par une déflation et une insuffisance de la demande (document 3).

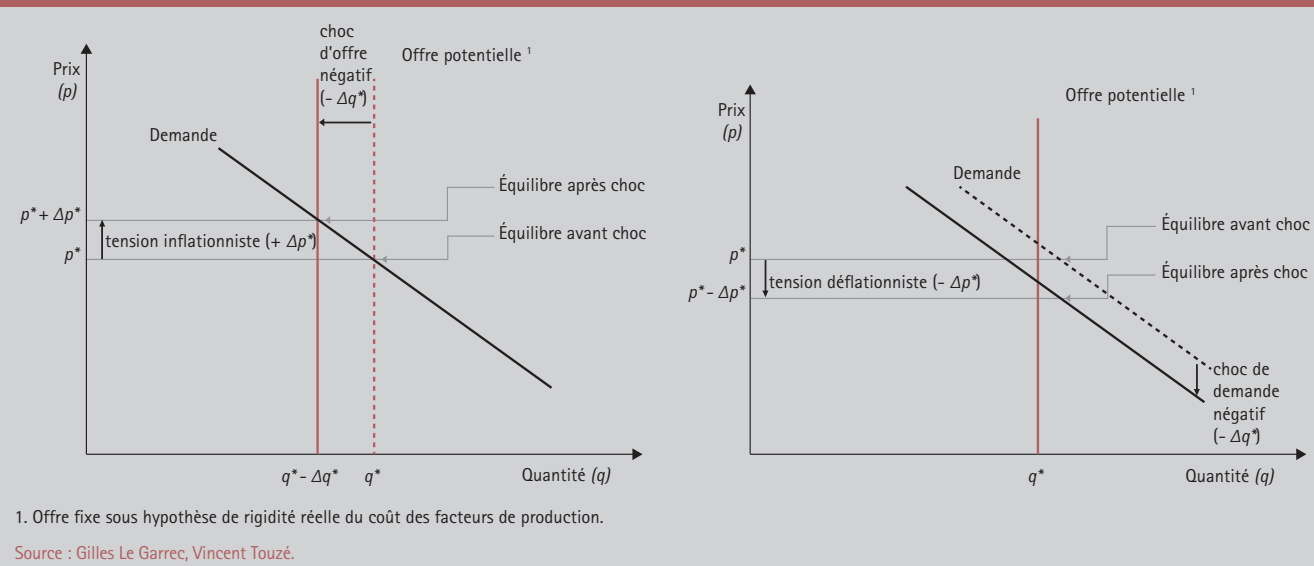
Cette vision est aussi jugée trop pessimiste concernant la potentialité des innovations présentes et futures. Par exemple, concernant les nombreux changements technologiques induits par le numérique, la phase actuelle de mutation technologique peut aussi traduire d'abord l'aspect négatif « destruction » des anciens modes de production avant l'aspect positif de la « création ». Ce schéma d'analyse schumpétérien apporte une réponse au paradoxe soulevé par Robert Solow en 1987 : « Vous pouvez voir l'ère informatique partout, sauf dans les statistiques de la productivité. »

Aghion et Antonin (2017) vont plus loin dans la contestation de la thèse de Gordon, en remettant en question la mesure statistique de la productivité. Ils expliquent que les gains de productivité pourraient être en réalité sous-estimés en raison d'erreurs de mesure [1]. En s'appuyant sur un modèle schumpétérien, Aghion *et al.* (2017) estiment ainsi que la productivité américaine aurait pu être sous-estimée de 0,6 point par an sur la période 1983-2013 [2].

DE LA SPIRALE DÉFLATIONNISTE À LA STAGNATION SÉCULAIRE

La faiblesse observée de l'inflation accrédite l'idée que le problème de la période actuelle viendrait d'une insuffisance de la demande plutôt que d'une faible augmentation de la productivité (document 3). Ainsi, dans cette optique, le fait majeur est bien l'éclatement de la bulle financière qui, en entraînant un « *credit crunch* », s'est diffusé dans la sphère réelle via un

DOCUMENT 3. LES EFFETS DIFFÉRENCIÉS D'UN CHOC DE DEMANDE ET D'UN CHOC D'OFFRE SUR LES PRIX



affaiblissement de la demande. L'activité économique s'est donc dégradée, avec pour corollaire une hausse du chômage et une forte désinflation, voire une baisse des prix. Pour contrer la faiblesse de l'inflation, les autorités monétaires ont alors dû réduire leur taux directeur. C'est ce qui s'est passé rapidement et fortement aux États-Unis dès le début de la crise, avec plus de retard dans la zone euro (document 1, graphique 4). En effet, en réduisant suffisamment le taux d'intérêt nominal, l'effet escompté est un soutien de la demande, et en particulier de l'investissement privé, susceptible d'enrayer la chute des prix. Mais une telle politique n'a été seulement possible tant que le taux nominal était positif. Ainsi, en se rapprochant du seuil de non-négativité (le principal taux directeur de la Banque centrale européenne est égal à 0,0 % depuis mars 2016, celui de la FED a atteint le taux de plancher de 0,25 % entre fin 2008 et fin 2015), la politique monétaire conventionnelle est devenue inactive (trappe à liquidité). Dans une telle configuration, le choc négatif initial est amplifié selon une logique de spirale déflationniste. La baisse de la demande fait chuter la production et l'inflation, ce qui se traduit par une hausse du taux d'intérêt réel (selon la relation de Fisher, à taux nominal nul, le taux d'intérêt réel est égal à l'opposé de l'inflation), qui en retour accroît la baisse de la demande. Les anticipations de faible inflation, voire de déflation, ont des effets auto-réalisateurs, et ce d'autant que la Banque centrale a perdu son principal instrument d'ancrage

des anticipations : les variations du taux directeur. Il est à noter qu'une autre spirale permet d'expliquer la profondeur de la crise, celle de l'épargne de précaution. Ainsi, la baisse d'activité et l'augmentation du risque de chômage qui en découle vont entraîner une augmentation de l'épargne de précaution, qui à son tour va accroître la baisse de la demande.

Si l'ampleur de la crise peut être expliquée par les deux spirales précédemment décrites, il n'en va pas de même de sa persistance anormale. En effet, si l'on se place dans une configuration hypothétique où les salaires nominaux sont parfaitement flexibles, l'économie devrait retrouver l'équilibre initial observé avant crise. Il ne devrait pas y avoir de forte persistance à moyen terme. Or justement, ces derniers ne sont pas parfaitement flexibles mais rigides nominalement à la baisse. Ainsi, comme le montrent les résultats de Verdugo (2013), les rigidités salariales observées sur le marché du travail français pourraient expliquer pour partie la hausse du chômage consécutive à la crise [11]. Une inflation suffisamment élevée permet des ajustements réels des salaires nominaux si ces derniers augmentent plus lentement que l'inflation. En régime déflationniste et en présence de rigidité nominale, l'ajustement du salaire réel n'est plus possible. Le retour à l'équilibre sur le marché du travail est alors bloqué. À une demande déprimée par la spirale déflationniste s'ajoute une offre déprimée par la hausse du coût réel du travail, et il n'y a plus de force de rappel vers l'équilibre

de plein-emploi. La situation est dite « de stagnation séculaire » (document 4). Elle est caractérisée par la déflation et une sous-utilisation persistante de la main-d'œuvre [3].

La faible inflation, voire la déflation, est aussi problématique pour d'autres raisons. Tout d'abord, le secteur bancaire se finance en réalisant une marge sur les taux d'intérêt nominaux. Si ces derniers deviennent quasi nuls avec la faiblesse de l'inflation, le financement de ce secteur devient plus difficile, ce qui peut le fragiliser. Ensuite, l'inflation est aussi un amortisseur naturel de la dette nominale. Avec le temps, la valeur réelle du nominal diminue. En cas de déflation, c'est l'inverse, ce qui peut provoquer des problèmes de solvabilité tant pour le secteur public que privé.

La crise produit également des effets durables, même lorsque les éléments initiaux déclencheurs de la crise ont disparu (effets d'hystérèse). La perte d'emploi signifie souvent une dégradation du capital humain du travailleur (obsolescence de ses connaissances, dégradation de son état de santé, etc.), ce qui réduit ses chances d'embauche même lorsque la crise a disparu. Le capital productif des entreprises en faillite est en général perdu. La crise a donc des effets sur l'offre potentielle. Une mauvaise réponse des politiques économiques à la crise pourrait donc conduire à un ajustement de l'offre à la demande par une réduction du potentiel [6].

La crise est apparue dans un contexte dans lequel les économies étaient déjà

fortement endettées. Un trop fort creusement du déficit public et un gonflement de la dette publique peuvent poser des problèmes de solvabilité et, en retour, alimenter une incertitude, source d'une nouvelle crise.

SORTIR DE LA STAGNATION SÉCULAIRE

Restaurer la confiance, relancer la demande et faire remonter les niveaux d'inflation sont les trois éléments clés pour sortir de la crise [7].

La sortie de crise, avec un potentiel de production amoindri, a nécessité une mobilisation particulière de la politique économique. Le fort endettement public des économies avant la crise a pu réduire leurs marges d'action pour recourir à la politique budgétaire pour des raisons institutionnelles (Pacte de stabilité et de croissance en Europe et « mur fiscal » aux États-Unis) ou de risque de solvabilité (par exemple, la Grèce a été contrainte à faire défaut et à rééquilibrer ses finances publiques). La variable budgétaire a néanmoins été très sollicitée, d'abord sous la forme de stabilisateur automatique et ensuite via des politiques de relance plus soutenues, notamment aux États-Unis.

Le plan Obama de 2009 a ainsi été très ambitieux puisqu'il a permis d'injecter 800 milliards de dollars de dépenses publiques pour soutenir l'activité, soit environ 5,5 % du PIB. En Europe, le recours à une politique budgétaire volontariste a été plus limité, en raison de règles de solvabilité des finances publiques à respecter et d'une crainte d'insolvabilité de la dette.

DOCUMENT 4. L'ÉQUILIBRE DE STAGNATION SÉCULAIRE : PARADOXES KEYNÉSIENS DANS UN MODÈLE D'OFFRE

Eggertsson et Merhota [3] ont développé un modèle qui permet de traiter d'un point de vue théorique le concept d'équilibre de stagnation séculaire.

Leur modèle d'inspiration néoclassique (les comportements des agents sont microfondés, l'offre résulte de la maximisation du profit et les anticipations sont parfaites) introduit deux imperfections de marché :

- 1) marché du crédit : le secteur financier rationne la demande de crédit ;
- 2) marché du travail : les salaires nominaux sont rigides à la baisse. En présence d'inflation, le marché s'ajuste et l'économie est au plein-emploi. En présence de déflation, l'ajustement entre l'offre et la demande est bloqué et l'économie est en sous-emploi.

Ils montrent qu'un resserrement permanent du crédit provoque une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre au sens de Wicksell, c'est-à-dire celui qui est compatible avec le plein-emploi. Pour de petits ressernements du crédit, la politique monétaire est toujours active et permet de maintenir un niveau d'inflation compatible avec son objectif. Toutefois, un resserrement trop fort du crédit peut nécessiter un taux d'intérêt naturel négatif. En réaction, les autorités monétaires, pour maintenir un niveau d'inflation compatible avec la cible d'inflation, devraient choisir un taux directeur nominal négatif, ce qui est difficile car cela reviendrait à payer les banques pour emprunter et l'actif monétaire, dont le taux d'intérêt nominal est par essence nul, deviendrait un actif de détention privilégié, ce qui provoquerait un régime de bulle intenable. En régime de politique monétaire inactive (taux directeur nominal nul ou « zero lower bond »), le taux d'intérêt réel est alors égal à l'opposé de l'inflation (la règle de Fisher). De plus, le choc de demande négatif induit par la baisse de l'investissement provoque des tensions déflationnistes. Le régime de stagnation séculaire devient alors un équilibre possible : il se caractérise par une politique monétaire conventionnelle inactive, une déflation et un sous-emploi du facteur travail (chômage). Ce régime est permanent car la politique monétaire n'est plus en mesure d'enrayer l'impact récessif d'un resserrement permanent du crédit.

Cet équilibre de stagnation séculaire présente les propriétés keynésiennes suivantes, en réponse aux politiques économiques :

- 1) les politiques d'offre ont un impact déflationniste, ce qui engendre une baisse de la production ;
- 2) concernant les politiques monétaires, une hausse de l'inflation cible est efficace si et seulement si la hausse est suffisamment importante et si la Banque centrale a une crédibilité suffisamment forte pour ancrer les nouvelles anticipations dans un régime inflationniste, et non plus déflationniste ;
- 3) concernant les politiques budgétaires, une hausse de la demande publique a des effets inflationnistes s'ils sont suffisants pour permettre de retrouver un équilibre de plein-emploi avec inflation positive.

Le Garrec et Touzé [6] proposent une extension de ce modèle en considérant l'investissement et l'accumulation du capital productif. La production n'est plus obtenue par le seul travail comme dans Eggertsson et Merhota (2014), mais aussi par le capital physique. Ils montrent alors qu'en régime de stagnation séculaire, le multiplicateur de dépense publique peut être élevé (effet bénéfique du retour de l'inflation), mais qu'une trop forte relance aura un effet défavorable en termes d'accumulation de capital (baisse trop forte de l'épargne), ce qui nuira fortement à la production potentielle.

Source : Gilles Le Garrec, Vincent Touzé.

BULLETIN D'ABONNEMENT

Oui, je m'abonne à Écoflash (10 n°/an) au prix de 32 € • Bulletin à retourner accompagné de votre règlement à Réseau Canopé - Agence comptable-abonnements
Téléport 1 - 1, av. du Futuroscope CS 80158 - 86961 Futuroscope Cedex - Relations abonnés : 03 44 62 43 98 • Télécopie : 03 44 58 44 12 • Email : abonnement@reseau-canope.fr

ÉCOFLASH	PRIX		QUANTITÉ	TOTAL
	FRANCE	ÉTRANGER		
1 an	32 €	39 €		
2 ans	58 €	75 €		

Nom, prénom (écrire en majuscules)

Établissement

N° rue, voie, boîte postale

Localité

Code postal

Signature et cachet de l'organisme payeur

Prix valables jusqu'au 31 décembre 2018

VENTE À L'UNITÉ 4 €

- En ligne : reseau-canope.fr
- Dans les Ateliers Canopé (adresses sur reseau-canope.fr/nous-trouver)
- À la librairie Canopé | 13, rue du Four | 75006 Paris (M° Mabillon) | N° vert : 0800 008 212

RÈGLEMENT À LA COMMANDE

- Par chèque bancaire à l'ordre de l'Agent comptable de Réseau Canopé,
- Par mandat administratif à l'ordre de l'Agent comptable de Réseau Canopé, DRFI Poitou-Charentes
Code établissement 10071,
code guichet 86000
n° de compte 00 001 003 010, clé 68
Nom de l'organisme payeur:

N° de CCP

Merci de nous indiquer le n°RNE de votre établissement.

Le contexte particulier de ces dérives budgétaires a été celui d'économies déjà très endettées avant la crise. Des pays déjà très endettés se sont alors trouvés dans d'importantes difficultés financières. C'est le cas notamment des pays du Sud de la zone euro (les fameux PIGS en anglais : *Portugal, Italy, Greece and Spain*), mais aussi de l'Irlande. La situation grecque sera la plus fragile et la plus insoutenable. Il sera nécessaire d'annuler une part importante de la dette publique détenue par des investisseurs étrangers et aussi d'organiser un plan de soutien international avec l'appui conjoint du FMI et de la zone euro. Après l'épisode de la crise de la dette en zone euro, la Commission européenne va toutefois finir par encourager la relance. En 2015, le plan Juncker a lancé l'idée d'un plan de soutien public à des projets d'investissement. Fin 2016, la Commission européenne a été plus loin et a demandé expressément aux États membres avec d'importantes marges budgétaires (l'Allemagne par exemple) d'œuvrer en faveur d'une politique budgétaire expansionniste.

L'autre politique économique a été monétaire. Les Banques centrales se sont retrouvées dans une situation particulière puisque la politique de baisse du taux directeur s'est trouvée assez vite limitée par la contrainte de non-négativité. En régime déflationniste, l'analyse théorique montre que la politique monétaire conventionnelle (baisse du taux nominal directeur) devient inactive et que la hausse des objectifs d'inflation n'est pas suffisante pour faire remonter l'inflation (document 4). Les Banques centrales doivent alors utiliser des méthodes alternatives pour fournir au marché des liquidités à des taux implicites négatifs. En son temps, l'économiste Milton Friedman proposait de pratiquer la « monnaie hélicoptère », suggérant ainsi que la Banque centrale pourrait offrir gratuitement (et équitablement) de la monnaie en la distribuant depuis un hélicoptère, à chacun de ramasser cette manne céleste et de la consommer instantanément afin de faire remonter le niveau général des prix.

L'auteur de cette suggestion ne dit rien sur les éventuelles émeutes que provoquerait une telle politique monétaire. En pratique, les Banques centrales ont eu recours à des politiques non conventionnelles (voir **document 5 en ligne** et *Écoflash* n° 291) qui ont alors permis de prêter des liquidités à des taux implicitement négatifs. Les politiques non conventionnelles de rachats massifs de dettes et de refinancements des banques à long terme ont permis de fournir plus de liquidité tout en allégeant les passifs du secteur privé. Wu et Xia (2015) estiment ainsi que ces politiques ont conduit à des taux monétaires implicites fortement négatifs (jusqu'à -3 % aux États-Unis et dans la zone euro) [12].

CONCLUSION

Avec le temps, de nombreux symptômes de la crise de 2008 se sont estompés : baisse de chômage, remontée de l'inflation et fermeture de l'*output gap*. Toutefois, ces signes de sortie de crise sont avant tout le résultat d'un recours massif aux politiques budgétaires et monétaires,

dans des proportions difficilement envisageables avant la crise. De ce point de vue, la grande récession est riche en enseignements sur la compréhension des mécanismes qui concourent à l'efficacité des politiques économiques et à la formation de l'équilibre macroéconomique. L'année 2018 est certainement décisive pour savoir si l'économie va retrouver un mode « normal » de fonctionnement, avec une inflation « normale » durablement proche de 2 % et une croissance soutenue. Pour Larry Summers (2017), promoteur du renouveau du concept de stagnation séculaire, la sortie de crise ne serait pas acquise car la faiblesse des taux d'intérêt longs révélerait que les marchés financiers n'anticiperaient toujours pas un retour de l'inflation [9]. Cet avis n'est pas partagé par d'autres économistes, dont son collègue de l'Université de Harvard Kenneth Rogoff (2018), qui prédit une inflation supérieure à 2 % dès 2018 aux États-Unis [8].

**GILLES LE GARREC,
VINCENT TOUZÉ**
ÉCONOMISTES, SCIENCES PO – OFCE

BIBLIOGRAPHIE

- [1] Aghion P., Antonin C. (2017), « Progrès technique et croissance depuis la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 153, p. 63-78.
- [2] Aghion P., Bergeaud A., Boppart T., Klenow P.J., Li H. (2017), « Missing Growth from Creative Destruction », *NBER Working Paper*, n° 24023.
- [3] Eggertsson G.B., Mehrotra N.R. (2014), « A model of secular stagnation », *NBER Working Paper*, n° 20574.
- [4] Gordon R.J. (2003). « Deux siècles de croissance économique : l'Europe à la poursuite des États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 84, p. 9-45.
- [5] Gordon R.J. (2014). « The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections », *NBER Working Paper*, n° 19895.
- [6] Le Garrec G., Touzé V. (2016), « Capital accumulation and the dynamics of secular stagnation », *OFCE, Working paper*.
- [7] Le Garrec G., Touzé V. (2017). « La macroéconomie à l'heure de la stagnation séculaire », *Revue de l'OFCE*, n° 153, p. 79-104.
- [8] Rogoff K. (2018), « Harvard professor Rogoff predicts inflation will finally see lift-off this year », interview CNBC, 25 janvier 2018 (accessible sur <https://www.cnbc.com>).
- [9] Summers L.H. (2017), « Secular stagnation even truer today », interview au *Wall Street Journal*, 25 mai 2017 (accessible sur <http://larrysummers.com>).
- [10] Teulings C., Baldwin R. (eds.), (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres (R.-U.), CEPR Press.
- [11] Verdugo G. (2013), « Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 192.
- [12] Wu J.C., Xia F.D. (2016), « Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound », *NBER Working Paper*, n° 20117.



9 782240 044914

W0007513
4 €