

Comprendre la stagnation séculaire

L'un des défis les plus sérieux auxquels font face les économies occidentales est une faiblesse structurelle de la demande, due au vieillissement de la population. Cette faiblesse est à l'origine d'une stagnation séculaire, caractérisée par une inflation faible, une croissance économique atone, et un sous-emploi chronique. Le Japon connaît cette situation depuis 25 ans, et ne semble pas prêt d'en sortir dans un avenir proche. La zone Euro et, dans une moindre mesure, les États-Unis sont dans une situation similaire depuis plus d'une dizaine d'années.

Alors que la politique monétaire est désormais inefficace, la politique budgétaire peut stimuler la demande. Cela suppose de mettre en place un plan de relance massif, pour que l'économie soit en "surchauffe" temporaire afin d'en finir avec une inflation durablement trop faible. A l'heure où la pandémie de Covid-19 s'achève, de nombreux pays lancent des plans de relance budgétaire d'une ampleur inédite, offrant ainsi une occasion unique d'en finir avec la stagnation économique. Les mesures de relance récemment annoncées et mises en oeuvre aux États-Unis correspondent à une stratégie de ce type. La zone Euro, à l'inverse, ne semble pas vouloir agir en ce sens.

Notes IPP

n°73

Juillet 2021

Jean-Baptiste Michau

www.ipp.eu

- Les dernières décennies ont vu le vieillissement de la population mener à une faiblesse structurelle de la demande, entraînant une activité économique ralentie.
- Pour contrer cette tendance, la politique monétaire a réduit les taux d'intérêt jusqu'à ce qu'ils atteignent 0%, borne en-deçà de laquelle on ne peut plus descendre pour continuer à stimuler l'économie.
- La stagnation séculaire correspond à une situation combinant taux d'intérêt nul, inflation proche de zéro, et sous-emploi. Le Japon connaît cette stagnation depuis 25 ans, la zone Euro et les États-Unis depuis la crise de 2008.
- Une inflation plus élevée incite les ménages à consommer aujourd'hui plutôt que demain. La politique optimale consiste donc à augmenter l'inflation suffisamment pour revenir au plein emploi.
- On peut parvenir à ce résultat grâce à une politique budgétaire de relance qui surchauffe temporairement l'économie, pour amorcer la pression inflationniste sur les prix et les salaires.
- Tandis que la pandémie de Covid-19 s'achève, de nombreux pays mettent en oeuvre des plans de relance budgétaire massifs, qui offrent une occasion unique de sortir du piège d'une inflation trop faible. Les États-Unis semblent ainsi vouloir prendre le risque d'une inflation excessive pour éviter de connaître le sort du Japon. En comparaison, la réaction de la zone Euro paraît plus mitigée.



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par PSE et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-École d'Économie de Paris et le Groupe des écoles nationales d'économie et de statistique (GENES). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

Depuis un quart de siècle, l'économie japonaise est prisonnière d'une croissance économique faible et d'une inflation presque nulle. Des politiques monétaires et budgétaires fortement expansionnistes n'ont pas suffi à sortir le pays de cette situation.¹ L'offre de monnaie a été multipliée par dix, sans quasiment aucun effet visible sur le niveau des prix, qui est resté pratiquement inchangé au cours des vingt dernières années ; le ratio dette-sur-PIB dépasse aujourd'hui 250%, avec des taux d'intérêt de long terme toujours proches de zéro.

Depuis la Grande Récession de 2008, la zone Euro et les États-Unis suivent cette voie tracée par le Japon, avec pour conséquence la même association paradoxale d'une offre de monnaie et d'une dette publique importantes d'une part, avec une inflation et des taux d'intérêts très bas d'autre part. Comment expliquer de tels désordres macro-économiques ?

Cet état de dépression économique chronique, connu sous le nom de "stagnation séculaire", correspond à une situation où la dépense de consommation des ménages est inférieure à ce que l'économie peut produire comme biens et services. En d'autres termes, l'économie souffre d'une insuffisance persistante de la demande.

Dans cette note, nous décrivons tout d'abord les tendances structurelles qui sous-tendent cette faiblesse de la demande. Puis nous expliquons les mécanismes économiques de la stagnation séculaire, avant de passer en revue les solutions possibles. A travers le monde, la pandémie de Covid-19 a conduit les gouvernements à mettre en oeuvre des plans de relance d'ampleur inédite. Nous terminons donc cette note par une analyse de la capacité de ces plans de relance à mettre fin à la stagnation.

Le déclin structurel de la demande

L'analyse macro-économique distingue traditionnellement l'offre et la demande. L'offre correspond à la production, c'est-à-dire tout ce qui est produit par toutes les entreprises de l'économie, en utilisant du capital et du travail. La demande correspond à l'achat de l'ensemble des biens et des services de l'économie. Elle a quatre composants : la consommation, l'investissement, la dépense publique, et les exportations nettes. Les ménages achètent des biens de consommation pour satisfaire leurs besoins. Les entreprises achètent des biens d'investissement nécessaire à la production comme des machines, des ordinateurs, ou des logiciels. Les administrations publiques achètent des équipements militaires, construisent des écoles et investissent dans les infrastructures publiques. Il faut enfin y ajouter

1. Une politique monétaire ou budgétaire expansionniste consiste à augmenter soit l'offre de monnaie (la quantité de monnaie "imprimée" par la banque centrale), soit la dépense publique, afin d'augmenter le niveau de production.

les exportations nettes, car le reste du monde achète une partie des biens produits dans le pays, tandis qu'une partie de la consommation du pays est importée.

La *capacité de production* correspond à ce que l'économie produit en situation de plein emploi. Elle est déterminée par l'offre. **L'efficacité économique suppose que la demande soit égale à la capacité de production.** Si la demande est plus faible que la capacité de production, l'économie ne parvient pas à produire autant qu'elle le pourrait, ce qui entraîne dépression économique et chômage. Si la demande est supérieure à la capacité de production, l'économie produit plus qu'elle ne peut durablement le faire, ce qui entraîne surchauffe et inflation croissante. Tout au long de notre analyse, l'objectif de la politique publique est de parvenir à une économie qui produise au niveau de sa capacité.

La demande s'ajuste au niveau de la capacité de production via des variations du taux d'intérêt. Si la propension à dépenser des ménages ou des entreprises est trop faible, une chute du taux d'intérêt découragera l'épargne des ménages et incitera les entreprises à emprunter pour investir. Cela stimulera la demande. A l'inverse, si la demande est trop forte, un taux d'intérêt plus élevé permet de la freiner.

L'une des évolutions les plus importantes de l'économie mondiale au cours des quarante dernières années est un déclin structurel massif de la demande, visible dans la baisse tendancielle des taux d'intérêts dans le monde occidental (figure 1). Des taux d'intérêt toujours plus bas ont en effet été nécessaires au maintien d'une demande suffisante pour que l'économie produise à pleine capacité. Mais comme nous le verrons dans les sections suivantes, la chute des taux d'intérêt n'a pas été suffisante pour assurer le plein emploi, ce qui a mené à la stagnation séculaire.

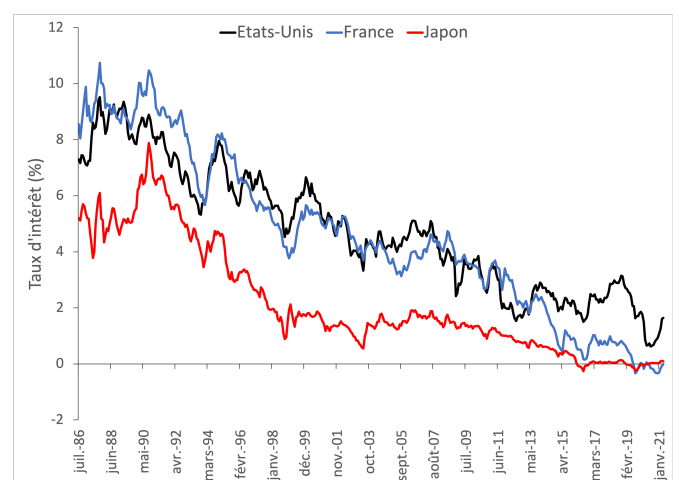


Figure 1 – Taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans

Sources : Réserve Fédérale (pour les États-Unis), OCDE (pour la France), Ministère des Finances du Japon (pour le Japon)

Comment expliquer ce déclin structurel de la demande ? Il y a plusieurs raisons, mais la plus importante est le vieillissement de la population. La population du Japon, dont la fertilité est basse depuis des décennies, vieillit plus vite que celle d'autres pays occidentaux (figure 2). En conséquence, c'est aussi au Japon que le taux d'intérêt a décliné le plus rapidement. On remarque que les économies des pays dont la population vieillit le plus rapidement, comme le Japon ou l'Allemagne, sont aussi celles qui ont connu les excédents de compte courant les plus importants au cours des vingt dernières années, ce qui est un indice supplémentaire d'une demande insuffisante (puisque ces pays comptent sur la demande extérieure pour exporter leur production nationale, tout en important relativement peu de biens).

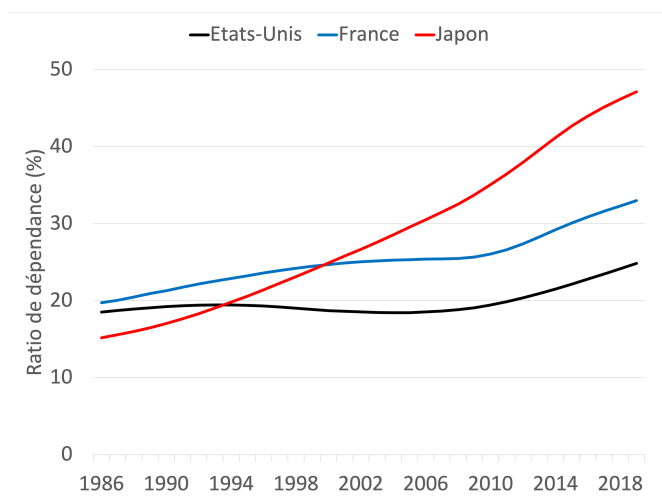


Figure 2 – Ratio de dépendance

Note : le ratio de dépendance est le nombre de personnes de 65 ans ou plus, divisé par le nombre de personnes de 15 à 64 ans.
Source : Banque Mondiale

Les travailleurs en fin de carrière épargnent en prévision de leur retraite. Mais même les retraités ont tendance à épargner, soit pour se couvrir contre les risques de dépendance ou de maladie, soit pour léguer un héritage à leurs enfants et petits-enfants². Le vieillissement augmente non seulement la quantité d'épargne, mais il réduit aussi la demande d'investissement, ce qui fait baisser la demande encore davantage. Les entreprises sont en effet réticentes à investir pour accroître leurs capacités de production dans une économie qui se contracte au fur et à mesure que sa population diminue.

Au-delà du vieillissement de la population, d'autres dynamiques économiques ont contribué à la baisse structurelle de la demande. La hausse des inégalités concentre le pouvoir d'achat entre les mains des ménages les plus riches, dont les taux d'épargne sont élevés. Un faible taux de croissance de la productivité rend les ménages et les

entreprises pessimistes, et donc moins enclins à consommer et investir. Grâce à la robotisation, les biens d'investissement sont devenus moins chers, ce qui a réduit les dépenses d'investissement des entreprises. Enfin, les économies émergentes comme la Chine ont tendance à présenter des taux d'épargne élevés, ce qui affaiblit encore la demande mondiale.³

La baisse de la demande a des causes structurelles profondes qui ont peu de chances de s'inverser à court terme. Comme nous allons le voir maintenant, leurs effets sont si forts qu'ils ne peuvent plus être contrebalancés par une baisse des taux d'intérêt, ce qui cause un ralentissement permanent de l'activité économique. La faiblesse de la demande est l'un des défis les plus considérables que les pays à hauts revenus doivent aujourd'hui relever.

La trappe à liquidité

Pour atteindre le plein emploi, le taux d'intérêt doit sans cesse s'ajuster pour maintenir la demande au niveau de la capacité de production de l'économie. Un enjeu majeur de la politique macro-économique est que, si la banque centrale reste passive et l'offre de monnaie constante (comme c'était le cas à l'époque de l'étalon or), cet ajustement peut être lent et inefficace, et causer des fluctuations majeures de l'activité économique et de l'emploi. La politique monétaire doit donc être active et ajuster en permanence le taux d'intérêt pour maintenir le plein emploi.

Plus précisément, les banques centrales ont pour stratégie d'atteindre un taux d'inflation cible, typiquement égal à 2% par an. Lorsque la demande est trop faible, les entreprises ont tendance à baisser leurs prix, ce qui fait baisser l'inflation en-dessous du seuil de 2% par an. La banque centrale répond par une forte baisse du taux d'intérêt, que le secteur bancaire répercute sur les entreprises et les ménages. Ceci incite les ménages à consommer plus et épargner moins, et les entreprises à emprunter plus pour investir davantage. En outre, un taux d'intérêt plus faible déprécie la monnaie nationale, ce qui stimule les exportations. À l'inverse, lorsque la demande est trop forte, l'inflation dépasse la cible de 2%. La banque centrale relève alors son taux d'intérêt pour éviter une surchauffe de l'économie. Ainsi, en maintenant le taux d'inflation au plus proche de sa cible, la banque centrale s'assure que l'économie produit à pleine capacité.

3. Les deux articles suivants ont décomposé la baisse de la demande aux États-Unis, et concluent tous deux que le vieillissement de la population et le ralentissement de la productivité en sont les principaux facteurs. Eggertsson, G.B., Mehrotra, N.R., Robbins, J.A. (2019), "A Model of Secular Stagnation : Theory and Quantitative Evaluation", *American Economic Journal : Macroeconomics*, 11(1), 1-48. Rachel, L., Summers L.H. (2019), "On Secular Stagnation in the Industrialized World", *Brooking Papers on Economic Activity*, spring, 1-54.

2. De Nardi, M., French, E., Jones, J.B., McGee, R. (2021), "Why Do Couples and Singles Save During Retirement?", Minneapolis Fed, working paper.

Ce cadre de politique monétaire a connu un tel succès que sa prédominance depuis le début des années 1980 a donné lieu à un épisode macro-économique appelé la "Grande Modération", caractérisé par une volatilité historiquement faible de l'inflation, de la production et du chômage à travers le monde occidental. Cet épisode a pourtant pris fin en 2008, au moment de la pire crise économique depuis la Grande Dépression. Comment comprendre cette évolution ?

Au milieu des années 2000, de nombreux ménages aux revenus moyens aux États-Unis et en Europe du Sud avaient emprunté massivement pour maintenir des niveaux de consommation relativement élevés. Mais il devint manifeste que l'accumulation de dette privée qui en résultait n'était pas viable. Lorsque la tendance du marché se retourna en 2007 et 2008, les ménages qui avaient contracté ces dettes durent réduire brutalement leur niveau de consommation, ce qui provoqua une forte contraction de la demande et une inflation réduite. Les banques centrales répondirent en baissant leur taux d'intérêt, qui finit par atteindre 0%. Mais cela ne suffit pas à enrayer la pression à la baisse sur l'inflation.

Il n'est toutefois pas possible de fixer le taux d'intérêt à un niveau inférieur à zéro. La monnaie, qu'elle soit sous forme de dépôt bancaire ou de billets de banque, est un actif financier qui rapporte 0%. Personne n'achèterait une obligation qui rapporterait moins que cela, c'est-à-dire à un taux d'intérêt négatif. La politique monétaire est donc contrainte par un "taux plancher à zéro".⁴

Pour tenter de faire remonter l'inflation jusqu'à sa cible de 2%, les banques centrales ont mis en oeuvre des programmes de "quantitative easing" à grande échelle, durant lesquels elles ont émis de la monnaie en achetant une quantité sans précédent d'obligations. Le quadruplement de l'offre de monnaie qui en a découlé, tant aux États-Unis que dans la zone Euro, n'a pratiquement pas produit d'inflation (figure 3). En fait, lorsque le taux d'intérêt est à zéro, la monnaie devient un instrument d'épargne attractif. Les ménages choisissent d'épargner la monnaie nouvellement créée par la banque centrale, qui n'a donc pas d'effet inflationniste. L'économie est prise dans la "trappe à liquidité" : accroître l'offre de monnaie est comme pousser sur une ficelle **Nous sommes donc dans une situation paradoxale où les banques centrales n'ont jamais été aussi actives, tout en ayant jamais été aussi impuissantes.**

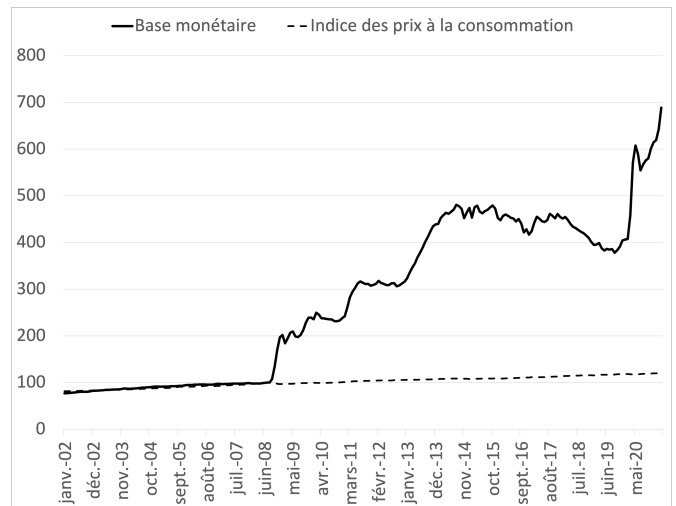


Figure 3 – Quantité de monnaie émise par la Fed et Indice des Prix à la Consommation

Note : Indice normalisé à 100 en 2008, pour les 2 séries.
Lecture : En 2014, la base monétaire (quantité de monnaie émise par la banque centrale) était presque 5 fois plus importante qu'en 2008, tandis que l'indice des prix à la consommation (IPC) était seulement 8% plus élevé qu'en 2008.
Source : Federal Reserve (pour la base monétaire) et Bureau of Labor Statistics (pour l'IPC)

Le mécanisme de la stagnation séculaire

Au milieu des années 1990, le Japon fut le premier pays industrialisé à tomber dans la trappe à liquidité. Un quart de siècle plus tard, il en est toujours prisonnier. Le taux de chômage japonais est certes bas, mais l'emploi à temps partiel y est particulièrement développé, signe d'apathie du marché du travail. De plus, l'absence de pression inflationniste sur les salaires et sur les prix confirme que l'économie ne parvient pas à produire à pleine capacité. **Le Japon est l'exemple même de la stagnation séculaire, où le déficit de la demande est devenu permanent. La zone Euro et, dans une moindre mesure, les États-Unis font maintenant face à une situation similaire.** Quels sont les mécanismes de la stagnation séculaire ?

Malgré l'ajustement progressif des prix et des salaires, l'économie ne parvient pas à retrouver le plein emploi. Cela est dû à la nature du processus d'ajustement des salaires. En pratique, les salaires ne sont ni parfaitement flexibles, ni complètement rigides. Ils sont lents à s'ajuster, en particulier à la baisse, car les salariés sont réticents à accepter des baisses de salaire. Durant une période de stagnation séculaire, la demande de travail des entreprises est inférieure à l'offre de travail des ménages, ce qui cause du sous-emploi. Ainsi, du seul point de vue du marché du travail, les salaires sont trop élevés. La rigidité à la baisse des salaires empêche le marché de s'équilibrer. Que se passe-t-il lorsque les salaires deviennent plus flexibles ?

Des salaires plus flexibles baissent plus rapidement en réaction au sous-emploi, ce qui fait baisser le coût du tra-

4. En pratique, stocker de grandes quantités d'argent liquide peut avoir un coût, ce qui explique pourquoi la borne inférieure effective du taux d'intérêt est légèrement en-dessous de 0%.

vail pour les entreprises, qui peuvent ainsi baisser leurs prix. Le taux d'inflation baisse, ce qui incite les ménages à reporter leur consommation et à accroître leur taux d'épargne. En effet, si le prix des voitures, des ordinateurs ou des voyages augmente moins vite, il n'y a pas d'urgence à les acheter dès aujourd'hui. Finalement, des salaires plus flexibles font baisser l'inflation, ce qui a un impact négatif sur la demande, ce qui aggrave le sous-emploi. C'est le "paradoxe de la flexibilité" : la principale friction de l'économie est la rigidité à la baisse des salaires mais, lorsque ceux-ci deviennent plus flexibles, la situation sur le marché du travail s'aggrave encore.

De ce fait, **l'ajustement progressif des prix et des salaires ne permet pas à l'économie de revenir au plein emploi.** Ce phénomène constitue la pierre angulaire de la "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie" de Keynes (1936). Cela implique que le sous-emploi n'est pas un phénomène d'équilibre partiel qui serait dû à des salaires trop élevés sur le marché du travail. C'est un phénomène d'équilibre général qui résulte de l'interaction entre les marchés financiers, les marchés des biens et services, et le marché du travail. Plus précisément, à cause du taux plancher à zéro, le taux d'intérêt est excessivement élevé sur les marchés financiers, ce qui déprime la demande de consommation des ménages et la demande d'investissement des entreprises sur le marché des biens et services, et rend la demande de travail des entreprises inférieure à l'offre sur le marché du travail, ce qui crée du sous-emploi.

Ce ne sont pas des salaires trop élevés qui sont à l'origine de la stagnation séculaire, mais un taux d'intérêt trop élevé, du fait de l'existence d'un taux plancher à 0%. Une fois l'économie parvenue à ce taux plancher, il ne reste plus qu'une façon de stimuler l'économie : l'inflation. Si les ménages s'attendent à ce que les prix augmentent, ils préféreront dépenser tout de suite plutôt que de voir leur épargne fondre sous l'effet de l'inflation comme neige au soleil. L'inflation peut ainsi faire revenir le plein emploi.

Une demande structurellement trop faible conduit donc à une situation d'équilibres multiples :

- Un équilibre de stagnation séculaire "à la japonaise", dans lequel une inflation quasi-nulle incite les ménages à épargner plutôt que consommer, ce qui affaiblit la demande de travail de la part des entreprises, et fait baisser davantage les salaires et les prix;
- Un équilibre de plein emploi existe également, dans lequel une inflation modérée incite les ménages à dépenser, ce qui pousse à la hausse la demande de travail des entreprises, permettant ainsi le plein emploi, qui maintient à son tour une pression à la hausse sur les salaires et les prix.

La stagnation séculaire correspond à une situation où l'inflation se retrouve piégée à un niveau trop bas; tandis que le plein emploi repose sur des anticipations auto-

réalisatrices d'inflation plus élevée (figure 4).

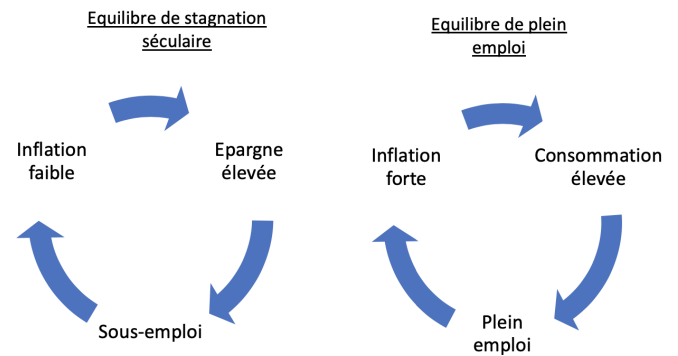


Figure 4 – Équilibres multiples

Les remèdes à la stagnation séculaire

Le principal enseignement de notre analyse est que la politique économique optimale consiste à faire passer l'économie de l'équilibre de stagnation séculaire à l'équilibre de plein emploi. Les politiques qui considèrent la stagnation séculaire comme inévitable et tentent d'améliorer la situation sans en sortir ne sont pas satisfaisantes. Ceci exclut par exemple un niveau de dépense publique qui resterait élevé en permanence, car **il n'est pas souhaitable de compenser éternellement la faiblesse de la demande privée par de la demande publique.**

La question est donc : comment pouvons-nous amener les ménages à se coordonner pour atteindre l'équilibre "inflation élevée - plein emploi"? En théorie, cela pourrait arriver spontanément. En pratique, l'expérience japonaise suggère que cela a peu de chances de se produire sans un soutien fort de l'État.

Tout d'abord, **pour atteindre l'équilibre de plein emploi, la cible d'inflation de la banque centrale doit être suffisamment élevée.** Par exemple, supposons que l'inflation doit monter jusqu'à au moins 3% pour que la demande soit assez forte pour arriver au plein emploi. Si la cible d'inflation de la banque centrale n'est que de 2%, celle-ci s'engage à augmenter le taux d'intérêt dès que ce taux d'inflation est dépassé. Mais 2% d'inflation ne suffisent pas à ce que les ménages dépensent suffisamment pour maintenir l'inflation à 2%. La stagnation séculaire reste donc le seul équilibre possible.

Paradoxalement, dans ce scénario, la cible de 2% est responsable de l'atonie de l'économie, bien que l'inflation observée y soit bien en-dessous de 2%. Ceci aboutit à ce que Paul Krugman nomme le "piège de la timidité"⁵ : augmen-

5. Krugman, P. (2014), "Four observations on secular stagnation", VoxEU.org Book on Secular Stagnation, page 61-68.

ter trop peu la cible d'inflation ne change rien à la situation.

En pratique, il est très difficile d'estimer le niveau d'inflation nécessaire au plein emploi. Le principe est toutefois clair : l'inflation doit être assez forte pour mettre l'économie en surchauffe avec un taux d'intérêt nul. Une fois la pression inflationniste établie, la banque centrale peut relever le taux d'intérêt pour mettre fin à l'épisode de surchauffe et ramener la demande au niveau de la capacité de production de l'économie. Cela ferait remonter le taux d'intérêt au-dessus de zéro, et redonnerait son efficacité à la politique monétaire.

Etre disposé à tolérer une inflation sensiblement plus élevée fait partie de la solution à la stagnation séculaire. Mais ce n'est pas suffisant pour amener les ménages à se coordonner pour arriver à l'équilibre de plein emploi. Pour atteindre cet objectif, l'État doit "amorcer la pompe" : soit par sa politique budgétaire, soit par sa politique fiscale.

Une dépense publique temporaire mais massive peut amener l'économie à produire au niveau de sa pleine capacité. Une fois le plein emploi atteint, les salaires commencent à augmenter, ce qui stimule l'inflation. L'anticipation d'une hausse continue des prix devrait inciter les consommateurs à dépenser plus, rendant l'inflation soutenable à long terme, même une fois que la dépense publique sera revenue à son niveau normal. **Pour que cette stratégie d'amorçage fonctionne, il faut que la relance budgétaire soit suffisamment importante pour surchauffer l'économie.**

Historiquement, un pays a réussi à sortir d'une situation de demande durablement déprimée : les États-Unis durant les années 1930. La Grande Dépression n'a pris fin qu'avec l'énorme relance budgétaire impliquée par la Seconde Guerre mondiale. A cet égard, comme nous le verrons dans la section suivante, le Covid-19 offre une occasion unique de réamorcer la pompe.

Le gouvernement peut également mettre en oeuvre une politique fiscale temporaire qui stimule la demande privée. Il peut tout d'abord baisser temporairement la TVA. Les ménages, prévenus que cette baisse n'est que temporaire, devraient en profiter pour dépenser davantage tout de suite. De plus, le gouvernement peut subventionner l'investissement, afin d'inciter les entreprises à augmenter leurs capacités de production. En principe, une hausse temporaire des impôts sur les revenus du travail peut réduire l'offre de travail, ce qui pousserait encore les salaires à la hausse, et renforcerait la tendance inflationniste. De telles politiques fiscales peuvent être un complément important aux politiques budgétaires de relance.

Une fois l'économie sortie de la stagnation séculaire, et donc de la trappe à liquidité, le monde revient à son état "normal" dans lequel des niveaux élevés d'offre de monnaie et de dette publique peuvent être inflationnistes. Il

est donc important de remettre le pays sur une trajectoire budgétaire soutenable à long terme. Mais une bonne gestion publique devrait pouvoir réaliser cela sans difficulté, grâce à l'aide d'une inflation élevée et d'une croissance soutenue. Si, avant de lancer sa politique de relance, l'État avait émis de la dette de long terme, plutôt que de la dette de court terme, l'inflation est d'autant plus efficace dans sa capacité à réduire la valeur réelle de la dette publique.

En principe, un autre remède à la stagnation séculaire consisterait à s'attaquer directement à la faiblesse structurelle de la demande. Cela impliquerait de redistribuer des ressources des ménages dont la propension à consommer est faible, vers ceux qui ont une forte propension à consommer : des riches vers les pauvres, ou des personnes en emploi vers les chômeurs. Les marges de manoeuvre pour de telles politiques sont plus importantes aux États-Unis qu'en Europe, où de vastes dispositifs de redistribution et de protection sociale existent déjà. Passer d'un système de retraites par capitalisation à un système par répartition peut également contribuer à faire baisser l'épargne. Mais la répartition est déjà la norme dans la plupart des pays d'Europe. Ainsi, **sur le Vieux Continent, les marges de manoeuvre pour agir sur la demande via les politiques sociales semblent limitées.**

La réponse budgétaire à la pandémie de Covid-19

La pandémie de Covid-19 est un choc macro-économique d'ampleur exceptionnelle. C'est à la fois un choc de contraction de l'offre et de la demande. La pandémie a non seulement perturbé le processus de production de nombreuses entreprises, mais aussi rendu quasiment impossible la consommation de services tels que le transport ou la restauration sans risquer une contamination par le virus. Le chômage et l'incertitude ont augmenté pour les travailleurs, ce qui a accru leur propension à épargner, et généré une contraction de la demande.

Tout au long de la pandémie, les États du monde entier ont consenti un effort financier gigantesque pour mettre en place des dispositifs tels que le chômage partiel, les prêts aux entreprises, et des subventions aux sociétés en difficultés ou aux ménages. Une grande partie de ces aides a été épargnée. Au moment où les restrictions sont levées et où la vie reprend son cours, une partie de cette épargne pourrait être rapidement dépensée, ce qui générerait un pic temporaire de demande.

De plus, les gouvernements mettent en oeuvre des plans de relance massifs. Bien qu'ils soient motivés par la nécessité de maintenir l'activité économique à la sortie de la pandémie, ils offrent une occasion en or de sortir de la stagnation séculaire qui prévalait depuis plus d'une dé-

cennie.

Les États-Unis ont eu la réponse la plus audacieuse. En plus d'un soutien massif à l'économie durant la crise, le pays a voté en décembre 2020 un plan de relance de 900 milliards de dollars, et un autre à hauteur de 1900 milliards en mars 2021. Cette relance budgétaire sans précédent, d'un montant total de 2800 milliards de dollars (soit environ 13% du PIB), a suscité un vif débat quant au risque inflationniste qu'elle fait courir au pays.

Ce risque inflationniste dépend de trois paramètres : l'ampleur de l'écart de production, la taille du plan de relance, et le multiplicateur budgétaire. L'écart de production (l'*output gap*) est l'écart entre le niveau de production actuel de l'économie et sa capacité de production. Le multiplicateur budgétaire est l'augmentation du PIB consécutive à une hausse de 1\$ de la dépense publique. En pratique, la valeur du multiplicateur dépend de la nature de la dépense. Un transfert vers les ménages a typiquement un faible multiplicateur, largement inférieur à 1, car une fraction importante du transfert est épargnée. À l'inverse, les achats directs de l'État ont un multiplicateur supérieur à 1, puisque 1\$ dépensé augmente le PIB de 1\$, auquel il faut ajouter un effet indirect, induit par le fait que cette dépense accroît l'emploi et donc la consommation des travailleurs.

Pour avoir un effet visible sur l'inflation, la relance budgétaire doit être assez forte pour que la hausse de la demande parvienne à refermer l'écart de production. Il faut pour cela que la condition suivante soit remplie :

Relance* Multiplicateur budgétaire \geq Écart de production.

Empiriquement, les ordres de grandeur du multiplicateur budgétaire et de l'écart de production ne sont pas connus avec certitude.

On peut néanmoins avoir une idée de la situation américaine actuelle. En janvier 2020, juste avant la pandémie, le chômage était descendu à 3,5%, avec une pression inflationniste visible sur les salaires, ce qui laissait penser que l'écart de production devait être proche de zéro. Depuis, si la production avait continué à croître de 2% par an, elle serait environ 4% plus élevée qu'aujourd'hui. Cela suggère un écart de production d'environ 850 milliards de dollars. Quant au multiplicateur, la moitié du plan de relance américain est constituée de dépenses publiques dont le multiplicateur est proche de 1, tandis que l'autre moitié est faite de transferts dont le multiplicateur est plus proche de 0,4.⁶ Ces chiffres suggèrent un multiplicateur moyen

de 0,7. On peut donc s'attendre à ce que le plan de relance de 2800 milliards de dollars génère une augmentation du PIB de 2000 milliards la première année, ce qui est bien supérieur à l'écart de production de 850 milliards, ce qui implique une surchauffe substantielle de l'économie américaine et un retour de l'inflation.

Il reste toutefois de nombreuses inconnues. Premièrement, il se pourrait bien que l'écart de production n'ait pas été si proche de zéro avant la pandémie et que le multiplicateur budgétaire soit plus faible que prévu, du fait du délai avant la réalisation des dépenses annoncées. Deuxièmement, même si l'économie entre en surchauffe, la quantité d'inflation que l'on peut en attendre est incertaine. **Le risque que l'inflation s'emballe existe ; mais il y a aussi un risque que l'inflation n'augmente pas assez pour s'auto-entretenir par la suite et mettre fin à la stagnation. Face à cet arbitrage difficile, les États-Unis semblent prêts à courir le risque d'une surchauffe et d'une inflation excessives, afin d'éviter de connaître le sort du Japon et de ses deux ou trois décennies perdues.**

En Europe, le vieillissement de la population et une inflation encore plus basse, suggère que la zone Euro est encore plus sérieusement touchée par la stagnation séculaire que les États-Unis. Cela devrait militer pour une réponse budgétaire au moins aussi importante. Alors que le soutien budgétaire européen pendant la pandémie a été généreux, le plan de relance y est bien moindre qu'aux États-Unis. L'Union Européenne s'est mise d'accord sur un effort de relance de 750 milliards d'euros, qui a été salué comme une avancée historique par les chefs d'États européens. Mais la moitié de cette somme sera allouée sous forme de prêts, et le reste sera dépensé sur une période de cinq ans, et partagé entre les 27 pays de l'U.E.. Tout cela ne représente qu'une toute petite fraction du PIB, bien en dessous de 1% par an, ce qui sera insuffisant pour amorcer la pompe de l'économie en relançant l'inflation.

À l'heure où la pandémie touche à sa fin, la pression inflationniste va probablement s'accroître temporairement du fait de la demande extérieure, de goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, ou encore de la dépense par les ménages des économies accumulées pendant la pandémie. Dans ces circonstances, **tous les leviers de politique économique devraient être actionnés dans l'objectif de soutenir la demande afin de sortir pour de bon du piège de l'inflation trop basse : dépense publique augmentée, TVA temporairement abaissée (afin que les ménages dépensent avant qu'elle ne revienne à son niveau initial), subventions à l'investissement, et engagement de la Banque Centrale Européenne à tolérer une inflation plus élevée.** Le plan de relance peut s'arrêter lorsque les anticipations d'inflation sont ancrées suffisamment haut, et que la politique monétaire a retrouvé sa capacité à ajus-

6. Le "U.S. Council of Economic Advisers" (2014 Economic Report of the President, table 3-5) estime un multiplicateur de 1,5 sur 6 trimestres pour la dépense publique, ce qui revient à 1 sur une année, et environ 0,6 sur 6 trimestres pour les transferts, ce qui fait 0,4 par an. Ces chiffres sont cohérents avec la littérature empirique sur le sujet.

ter la demande en agissant sur le taux d'intérêt.

Pour éviter que la soutenabilité des finances publiques ne soit mise en doute, cette politique budgétaire devrait être financée par de la dette de long terme. Si la dette publique n'est pas soutenable, alors la banque centrale, pour éviter le défaut souverain, devait monétiser cette dette. Une accumulation non soutenable de dette est donc génératrice d'inflation. Le risque est alors que l'inflation s'emballe et devienne incontrôlable. Mais, si l'État émet de la dette de long terme, le coût de cette dette baisse rapidement dès lors que l'inflation augmente, ce qui fait mécaniquement baisser le ratio dette-sur-PIB. Ceci devrait pratiquement éliminer le risque de perdre le contrôle du niveau des prix. A l'inverse, financer une relance importante par de la dette de court terme ou par de la création de monnaie, comme dans l'hélicoptère monétaire, fait courir à l'économie un risque inflationniste bien plus important et bien moins maîtrisé.

La stagnation séculaire résulte d'une conjonction de forces adverses qui ne sera pas facilement vaincue. **Échapper à la stagnation séculaire est possible, mais demande une stratégie claire et des décisions politiques audacieuses. Jusqu'ici, les Européens semblent réticents à s'engager dans cette voie.**

Auteurs

Jean-Baptiste Michau est professeur d'économie à l'Ecole Polytechnique.

Etudes de référence

Les arguments développés ici sont repris des articles suivants.

Michau, J.B. (2018), 'Secular Stagnation : Theory and Remedies', *Journal of Economic Theory*, 176, 552-618.

Michau, J.B. (2020), 'Fiscal Policy under Secular Stagnation : An Optimal Pump-Priming Strategy', working paper, Ecole Polytechnique.

Notes IPP

Comité éditorial : P. Boyer, A. Bozio, J. Grenet
Editeurs : P. Dutronc-Postel, A. Rain