

# L'ECONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

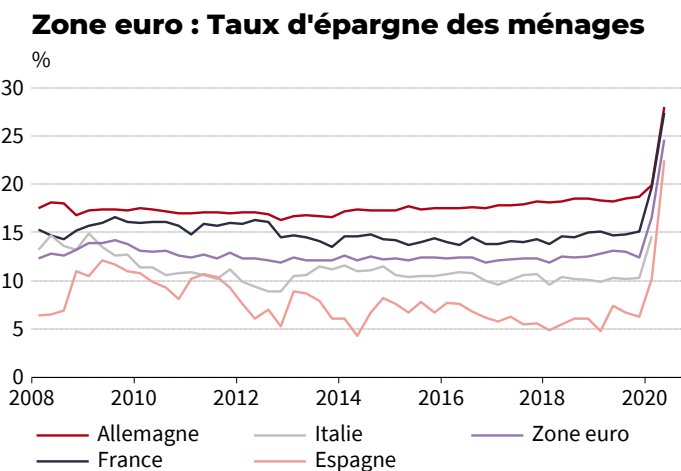
## Le paradoxe de l'épargne

**Marie-Hélène Duprat**

Conseiller auprès du Chef économiste

*L'incertitude et le pessimisme sont aujourd'hui tels que même les travailleurs dont l'emploi paraît assuré tendent à suspendre leurs achats afin d'augmenter leur épargne. Mais, comme l'a montré Keynes, si l'épargne peut être bénéfique au niveau individuel, le comportement collectif d'épargne peut avoir des effets délétères sur l'économie, car l'augmentation de l'épargne réduit la demande globale et aggrave la récession dont chacun essaie de se protéger. Pour Keynes, seul l'État est en mesure de générer la demande qui sortira l'économie de l'équilibre de sous-emploi dans laquelle un excès d'épargne privée la plonge.*

**Dans les années 1930, en pleine dépression économique, John Maynard Keynes se rendait régulièrement dans les grands magasins londoniens pour exhorter les femmes à dépenser :** « Achetez de nouvelles robes si vous voulez que votre mari trouve du travail » martelait-il.



### Le paradoxe de l'épargne

**Keynes redoutait que la crise économique ne pousse les agents économiques à thésauriser davantage.** En période de crise, en effet, il est naturel pour un individu de vouloir épargner et donc de réduire ses dépenses afin de se prémunir contre les lendemains difficiles. Le problème, c'est que si ce comportement se généralise à l'ensemble de la population, il devient nuisible à l'économie, car il aggrave la récession dont chacun essaie de se protéger. En effet, la baisse des dépenses de consommation réduit les débouchés des entreprises qui voient leurs ventes décliner, et par là même leurs perspectives de profits, de sorte qu'elles réagissent en abaissant leur production, leurs dépenses d'investissement et l'emploi. Le recul de l'activité, la progression du chômage et la baisse des revenus qui en résulte alimentent le pessimisme général et suscitent davantage d'épargne de précaution, piégeant l'économie dans un véritable cercle vicieux récessif.

**D'où le « paradoxe de l'épargne » de Keynes** : lorsque chacun essaie d'augmenter son épargne en même temps, la baisse de la demande globale induite entraîne une baisse de la production, donc des revenus qui, *in fine*, conduit à une stabilisation voire une baisse de l'épargne totale.

### C'est à l'État de dépenser plus

**Pour Keynes, seul l'État est en mesure de générer la demande qui sortira l'économie de la dynamique récessive induite par l'excès d'épargne privée.** L'État doit creuser son déficit notamment par des dépenses publiques—en investissant, par exemple, dans les infrastructures et l'éducation—afin d'absorber l'excès d'épargne du secteur privé et créer un choc de demande positif. Le déficit public va générer une production supplémentaire, laquelle est proportionnelle selon un facteur  $k$  (le « multiplicateur budgétaire »). Cette hausse de la production va entraîner une hausse des revenus, donc de la consommation et donc de la demande. Avec trois limites, cependant, liées à l'épargne, les importations et les impôts (les revenus obtenus ne sont jamais intégralement dépensés en biens produits sur le territoire national), qui définissent la taille de  $k$ .

**L'efficacité des relances budgétaires a rapidement été remise en cause, d'abord par les économistes « néo-classiques » puis par les « nouveaux classiques ».** Un tournant à cet égard a été la publication en 1974 de Robert Barro formalisant l'équivalence néo-ricardienne selon laquelle les agents économiques ont des anticipations rationnelles. Ainsi analyseront-ils tout déficit budgétaire comme une hausse d'impôts future, de sorte que, pour s'y préparer, ils augmenteront leur épargne, neutralisant ce faisant la relance escomptée<sup>1</sup>.

### La politique budgétaire retrouve aujourd'hui ses lettres de noblesse

**Comme le disait Robert Lucas à un journaliste du Times le 28 octobre 2008 : « Dans les tranchées, je suppose que tout le monde est keynésien ».** Fait remarquable, en mars 2020, l'Union Européenne suspendait l'application du Pacte de stabilité et de croissance et, avec elle, les règles de discipline budgétaire imposées aux États membres de la zone euro. Ceux-ci peuvent, désormais, injecter dans l'économie autant d'argent que nécessaire pour combattre la récession, sans plus avoir à respecter le seuil de 3 % du PIB pour le déficit public et 60 % du PIB pour la dette.

**Dans une situation de trappe à liquidité<sup>2</sup>**—où coexistent un excès d'épargne et des taux directeurs des banques centrales à zéro—**la politique budgétaire a une efficacité maximale.** Depuis la crise de 2008, plusieurs études ont cherché à évaluer l'impact d'une relance budgétaire sur l'activité lorsque les taux d'intérêt nominaux butent sur leur borne inférieure zéro. Ces études suggèrent que la taille des multiplicateurs budgétaires est alors élevée, substantiellement supérieure à l'unité (i.e., la hausse du PIB est bien supérieure à la hausse des dépenses publiques), en partie parce qu'il n'y a pas d'éviction de l'investissement privé par l'investissement public.

<sup>1</sup> Robert J. Barro (1974), « Are Government Bonds Net Wealth? », *Journal of Political Economy*, novembre.

<sup>2</sup> Voir MH Duprat (2020), « La trappe à liquidité mondiale », *Eco pour tous*, Société Générale, février.

## Contacts

### Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@socgen.com

### Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

### Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

### Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

### François LETONDU

Analyse macrosectorielle et macrofinancière  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

### Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

### Clément GILLET

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

### Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques  
+33 1 57 29 61 77  
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

### Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

### Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni  
+33 1 4213 70 80  
simon.ray@socgen.com

### Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 85  
valerie.rizk@socgen.com

### Gabriel Roux

Assistant économiste, Edition  
+33 1 58 98 21 76  
gabriel.roux@socgen.com

### Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

### Edgardo TORIJA ZANE

Prévisions économiques mondiales  
Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

### Bei XU

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

### Yolande NARJOU

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Etudes Economiques et Sectorielles | 75 886 PARIS CEDEX 18

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques>

## DISCLAIMER

---

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018