

RISK&OPPORTUNITIES

SG Études économiques et sectorielles

COVID-19 et stagnation séculaire

Marie-Hélène Duprat

Conseillère auprès du
Chef économiste

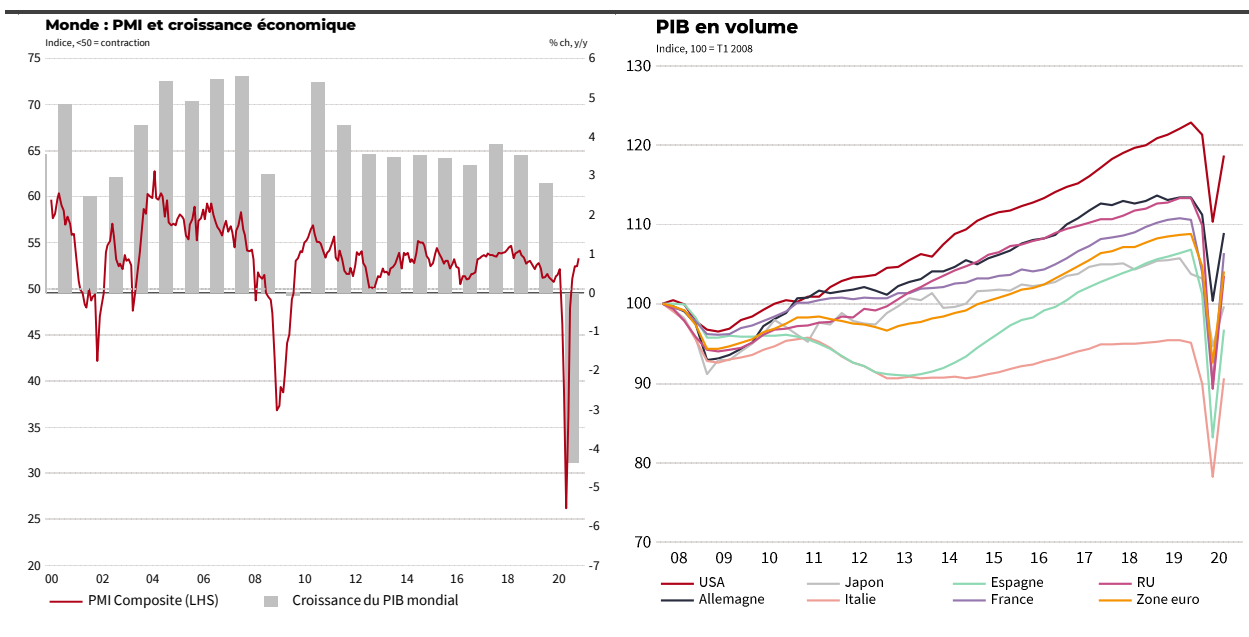
Malgré le soutien hors normes des politiques budgétaires et monétaires, la pandémie de COVID-19 et les mesures prises pour la contenir – incluant des confinements et mises à l'arrêt sans précédent de l'activité économique – ont plongé l'économie mondiale dans la récession la plus profonde de l'histoire moderne. Au-delà de son impact sur la santé publique et des pertes de production considérables à court terme, la pandémie a d'ores et déjà imprimé une marque indélébile sur l'économie mondiale.

La présente étude suggère qu'en l'absence d'un programme d'actions plus audacieuses en matière de politique économique, le choc causé par la COVID-19 laissera des cicatrices profondes et durables sur l'économie mondiale en exacerbant les vulnérabilités préexistantes, en érodant la production potentielle et en intensifiant les forces pouvant conduire à une « stagnation séculaire ». Cette analyse repose notamment sur la perspective d'un changement durable des comportements et croyances. En effet, le choc provoqué par la COVID-19 est susceptible de déclencher, au sein du secteur privé, une hausse structurelle de l'aversion au risque stimulant l'épargne de précaution des ménages et pesant sur les investissements des entreprises. D'où le risque d'une insuffisance chronique de la demande globale empêchant les économies de réaliser leur potentiel. En outre, la pandémie donne une formidable impulsion à la transition numérique, ce qui contribuera à accroître les inégalités sociales, elles-mêmes facteur de stagnation séculaire, car elles favorisent une propension accrue des populations à épargner.

La pandémie de COVID-19 et les mesures prises pour la contenir – incluant des confinements et mises à l'arrêt sans précédent de l'activité économique –, ainsi que les baisses d'activité spontanées de nombreux consommateurs et autres acteurs économiques ont fait basculer l'économie mondiale dans une récession sans équivalent à l'époque moderne. Il s'agit d'une véritable crise mondiale, le nombre de pays concernés par la baisse du revenu par habitant n'ayant jamais été aussi important depuis 1870. Au début de la crise, certains prévoient une reprise en « V », c'est-à-dire, un redressement rapide après l'effondrement de l'économie, permettant le retour au niveau d'activité préexistant une fois les mesures de confinement levées. Le rebond de l'économie consécutif à la récession provoquée par la pandémie a généralement été spectaculaire, mais il s'est rapidement estompé, avant de prendre de plein fouet les nouvelles restrictions et mesures de

confinement visant à freiner la deuxième vague de contaminations. Moins d'un an après l'éclatement de la crise, des signes de dommages durables évoquent le processus de reprise poussive qui s'est prolongé pendant une décennie après la Grande Récession de 2008.

La COVID-19 laissera des cicatrices durables



Prévisions de l'OCDE pour 2020 et 2021

Source : OCDE, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles.

La présente étude suggère qu'en l'absence d'actions plus audacieuses en matière de politique économique, le choc causé par la COVID-19 pourrait constituer un point de basculement pour l'économie mondiale, avec un risque substantiellement accru de se trouver englué dans une période prolongée de croissance atone et ce, pour trois raisons principales. Premièrement, la Grande Récession de 2020 aura des conséquences durables sur la production potentielle, essentiellement en raison d'une baisse des investissements privés et de la perte significative de capital humain. Deuxièmement, le choc du coronavirus est susceptible de déclencher des changements structurels dans les comportements des ménages et des entreprises, notamment leurs habitudes d'épargne, qui sont de nature à intensifier les forces pouvant conduire à une « stagnation séculaire » dans les économies avancées.¹

¹ Le terme « stagnation séculaire » a été inventé à la fin des années 1930 par l'économiste Alvin Hansen, qui a suggéré que la Grande Dépression pouvait préfigurer une nouvelle ère de dépression économique persistante. À l'époque, Hansen avait identifié les facteurs démographiques comme une cause majeure de stagnation séculaire : la baisse du taux de natalité, selon lui, se traduisait par une faible demande

Troisièmement, la pandémie donne une formidable impulsion à la transition numérique, ce qui contribuera à accroître les inégalités sociales, elles-mêmes facteur de stagnation séculaire.

Pour autant, la stagnation séculaire n'est pas une fatalité, car les décideurs publics disposent d'outils et de politiques, notamment budgétaires, pour la combattre. Et, tout aussi fondamentalement, les mutations technologiques en cours pourraient entraîner un choc de productivité positif susceptible de doper la croissance économique. Comme le soulignent Erik Brynjolfsson et Andrew McAfee (2014)², des machines de plus en plus intelligentes s'apprêtent à transformer radicalement l'économie. La numérisation de pans entiers de l'économie pourrait signifier, comme ils le font valoir, que l'économie mondiale est à l'aube d'une poussée de croissance, associée à une forte hausse de la productivité. Le progrès technologique étant le principal moteur de la productivité – et donc de la croissance économique – à moyen et long terme, les perspectives en matière de croissance de la productivité suscitent des débats animés. Les points de vue sont très divers, allant des « techno-optimistes », comme Brynjolfsson et McAfee, aux « techno-pessimistes », incarnés notamment par Robert Gordon (2016)³. À ce stade, la question de savoir comment la

d'investissement qui entraînait une surabondance d'épargne. Dans les années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, l'hypothèse de la stagnation séculaire a perdu de sa pertinence, car le baby-boom a modifié la dynamique démographique, tandis que l'augmentation massive des dépenses publiques a effectivement mis fin aux préoccupations concernant l'insuffisance de la demande. Mais en novembre 2013, après plusieurs années de croissance décevante dans de nombreuses économies développées au lendemain de la Grande Récession de 2008-2009, Lawrence Summers a remis le concept de stagnation séculaire au goût du jour dans un exposé présenté lors d'un colloque économique du FMI. Summers définit la stagnation séculaire comme une situation dans laquelle le taux d'intérêt naturel – qui équilibre l'épargne et l'investissement correspondant au plein emploi des ressources – est négatif, ce qui conduit à l'inefficacité de la politique monétaire conventionnelle. Voir, par exemple, Lawrence Summers (2014), « Perspectives économiques aux États-Unis : stagnation séculaire, hystérèse et borne inférieure zéro », Discours d'ouverture de la conférence politique de la NABE, 24 février, et Lawrence Summers (2015), « Réflexions sur l'hypothèse de la Nouvelle stagnation séculaire », dans C. Teulings et R. Baldwin (éd.), *Stagnation séculaire : faits, causes et remèdes*, un livre électronique de VoxEU.org, pp. 27-48. Voir également Barry Eichengreen (2015), « Stagnation séculaire : la vision de long terme », *American Economic Review : Papers & Proceedings* 2015, 105(5) : 66-70, et Ben Bernanke (2015), « Pourquoi les taux d'intérêt sont si bas, partie 2 : la stagnation séculaire », Blog de Ben Bernanke, Brookings, 31 mars.

² Voir Erik Brynjolfsson et Andrew McAfee (2014), *Le deuxième âge de la machine : travail, progrès et prospérité à l'époque des technologies de pointe*, Norton, 306 pp.

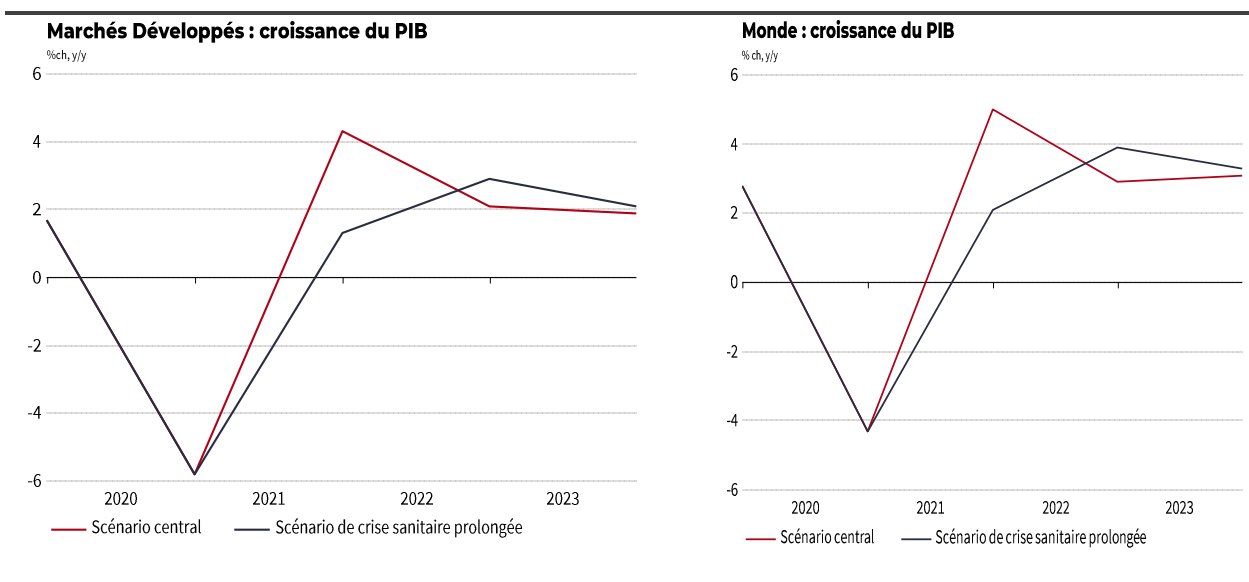
³ Voir Robert Gordon (2016), *Ascension et chute de la croissance américaine : niveau de vie de la population américaine depuis la guerre de Sécession*, Princeton University Press, coll. « Histoire économique du monde occidental », 768 p.

nouvelle économie numérique modifiera l'évolution de la productivité reste cependant ouverte⁴.

1. Hystérèse

Nous estimons à 4,3% la chute de l'économie mondiale en 2020 par rapport à 2019 et à 5,8% celle du PIB dans le monde en développement, sous l'effet d'un effondrement sans précédent de la production, du commerce et de l'emploi. Les épisodes d'effondrement massif de l'activité économique sont rares dans l'histoire économique, du moins dans les pays industrialisés. Le choc soudain et monumental provoqué par les mesures de mise à l'arrêt de l'économie prises pour contenir la pandémie de coronavirus constituent incontestablement l'exemple le plus frappant de dislocation économique en temps de paix depuis plus d'un siècle.

La pire récession de l'époque moderne en temps de paix



Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles.

Selon les principes classiques de la macroéconomie, une récession – durant laquelle la production réelle tombe en dessous de la production potentielle⁵ – est suivie d'une période de reprise au cours de laquelle la production réelle retrouve son

⁴ Une discussion sur les nombreuses façons dont la transformation numérique peut réduire ou accroître l'efficacité avec laquelle l'économie utilise ses intrants s'avère particulièrement complexe et dépasse le cadre de cet article.

⁵ La production potentielle est le niveau de production normal qu'une économie peut atteindre si elle utilise toutes ses ressources, à savoir la technologie, les équipements, les ressources naturelles et les employés.

niveau potentiel, sans que ce dernier soit affecté de manière significative par la récession. Ce principe a toutefois été contesté par de nombreuses études empiriques montrant que les récessions profondes peuvent causer des dommages durables aux principales variables macroéconomiques (par exemple, le produit intérieur brut, la productivité, le chômage), même après dissipation complète du choc initial⁶.

La persistance des dégâts économiques, non seulement sur le niveau du PIB, mais aussi sur la trajectoire de croissance du PIB, a été largement confirmée par l'expérience depuis la crise financière mondiale – le dernier grand choc économique avant la pandémie. Partie du petit marché des subprimes, du nom de ces crédits hypothécaires américains risqués, la crise financière de 2008 a déclenché la plus profonde récession mondiale depuis la Grande Dépression des années 1930. Pourtant, aucune économie avancée n'a connu une reprise en forme de V, contrairement à ce que laissait présager une récession aussi sévère. Malgré des politiques monétaires ultra-expansionnistes et l'envolée de la dette publique, la croissance post-crise financière des principales économies développées a été exceptionnellement faible, bien en deçà des tendances de croissance à long terme⁷. Le concept d'hystérèse a apporté une explication aux effets durables des récessions sur le niveau de la production en mettant en évidence les dommages qu'elles causent au potentiel de croissance à long terme – dommages qui ne se dissipent pas automatiquement lorsque l'économie se redresse.

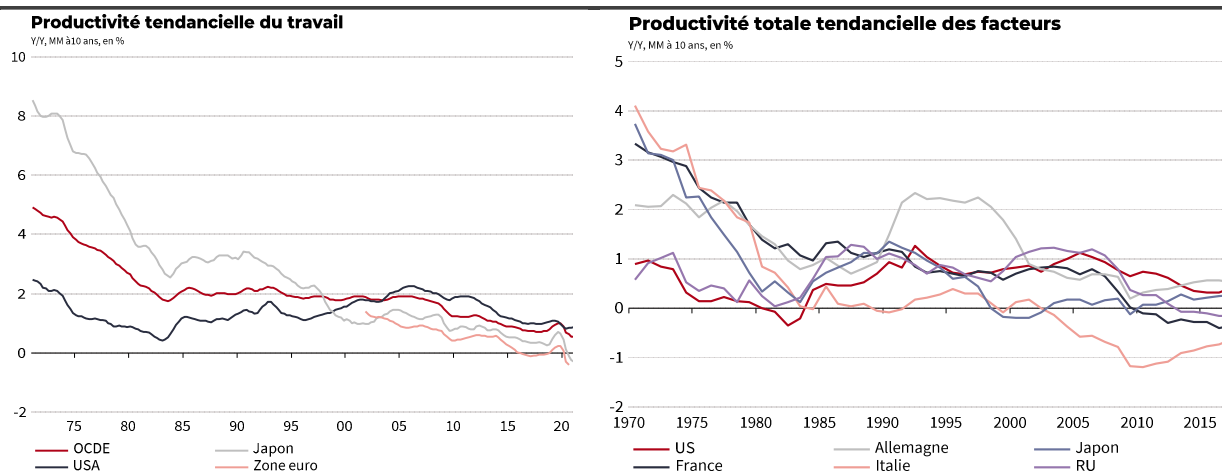
⁶ Les données historiques montrent que les récessions causent généralement des dommages durables à la production au cours des années suivantes. Blanchard et al. (2015), par exemple, constatent qu'environ deux tiers des 122 récessions qu'ils ont étudiées dans 23 pays au cours des 50 dernières années ont été suivies d'une baisse de la production par rapport à la tendance préexistante, même après la reprise de l'économie. Dans environ la moitié de ces cas, la récession a été suivie non seulement d'une baisse de la production, mais aussi d'une croissance plus faible de la production par rapport à la tendance antérieure. Voir Olivier Blanchard, Eugenio Cerutti et Lawrence Summers (2015), « Inflation et activité – Deux explorations et leurs implications pour la politique monétaire », Document de travail du FMI, WP/15/230, novembre. Voir également Cerra Valérie et Saxena Sweta Chaman (2008), « Dynamique de croissance : le mythe de la reprise économique », 98(1) *American Economic Review* : 439-457 ; Fonds monétaire international (2009), « Quelle est l'étendue des dégâts ? Dynamiques de croissance à moyen terme après les crises financières », dans *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, Washington, DC : 121-50 ; Reinhart Carmen M. et Rogoff Kenneth S. (2009), « Conséquences des crises financières », 99 (2) *American Economic Review* : 466-472 ; Cerra Valérie et Saxena Sweta Chaman (2017), « Expansions, crises et reprises : un nouveau paradigme du cycle économique et ses implications politiques », document de travail du FMI n° 17/250, 16 novembre.

⁷ Laurence Ball (2014) observe que la perte de production potentielle due à la récession de 2008-2009 a été importante dans la plupart des pays, même si sa gravité a varié d'un pays à l'autre. Voir Laurence Ball (2014), « Dommages à long terme de la Grande Récession dans les pays de l'OCDE », *European Journal of Economics and Economic Policies* : Intervention, Edward Elgar Publishing, vol. 11(2), pages 149-160, septembre.

La réduction permanente du potentiel de croissance d'une économie peut être provoquée par plusieurs facteurs :

- Les cicatrices laissées par la crise sur les travailleurs licenciés, qui sont susceptibles de rendre certains d'entre eux inemployables ou de les écarter définitivement du marché de l'emploi, avec pour conséquence une augmentation du chômage structurel et un recul du taux de participation de la main d'œuvre au marché du travail.
- Une diminution de l'accumulation de capital (due par exemple aux faillites, à la dégradation des bilans des entreprises, aux sombres perspectives économiques, au surendettement, etc.) susceptible d'entraîner une baisse à long terme du stock de capital productif.
- La perturbation des activités économiques, y compris éventuellement celles qui génèrent des progrès technologiques, et la réduction des dépenses de recherche et développement des entreprises, avec un impact négatif sur la croissance de la productivité.

Déclin de la croissance de la productivité



La Grande Récession de 2020 va être lourde de conséquences pour le capital humain et l'accumulation de capital physique, laissant à penser qu'elle aura des effets durablement négatifs sur la production. D'où la nécessité de politiques économiques déterminées.

Contrairement à une guerre, la pandémie de coronavirus n'a pas dégradé le stock de capital physique. Cependant, les entreprises n'investiront pas dans l'expansion de leurs capacités tant qu'elles ne seront pas convaincues que la pandémie a été

maîtrisée et que leurs activités reprendront. Il est aussi prévisible que le choc de la COVID-19 entraîne l'obsolescence prématurée d'une partie du stock de capital productif existant, par exemple dans les secteurs du voyage et de l'hôtellerie, ce qui se traduira par un taux d'amortissement croissant et une moindre accumulation de capital. L'économie devra également compter avec la destruction du capital organisationnel et informationnel que vont provoquer la dégradation des bilans des entreprises et les faillites en cascade.

Par ailleurs, la mortalité due à la COVID-19, qui touche de manière disproportionnée les personnes âgées, a largement épargné la population active⁸. Cependant, le chômage de masse lié à la multiplication des faillites est source de préoccupations majeures pour l'employabilité et la productivité à venir des travailleurs. De nombreux travailleurs se retrouvant au chômage seront impactés à vie, car leurs compétences et leur expertise pourraient rapidement devenir obsolètes, surtout à une époque où les nouvelles technologies de l'information et de la communication se développent rapidement. La baisse de leur productivité risque de se traduire par un recul de leurs salaires, qui pourrait dépasser la période de récession pour perdurer tout au long de leurs vies professionnelles. Des taux de chômage élevés, éventuellement associés à des traumatismes psychologiques, pourraient décourager certains chômeurs de chercher un nouvel emploi et les inciter à quitter la vie active, conduisant à une baisse des taux d'activité.

L'histoire nous enseigne que plus longtemps les personnes restent au chômage, plus difficile il leur est de réintégrer la population active. Plus la récession est longue et profonde, plus ses conséquences sur le chômage sont importantes et plus grande est la perte de capital humain, avec les dommages que cela entraîne pour la capacité de production d'une économie. Toutes choses égales par ailleurs, la Grande Récession de 2020 aura sur la productivité du travail et la production potentielle des séquelles durables, qui exacerberont la tendance multidécennale au ralentissement de la croissance potentielle et de la croissance de la productivité.

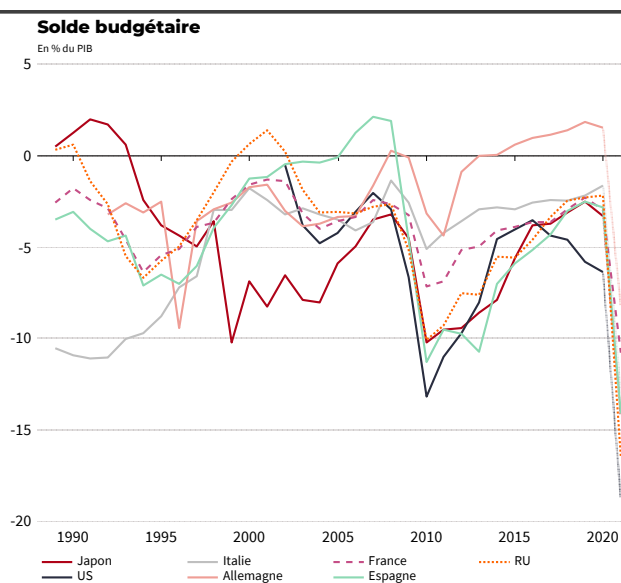
2. L'ombre projetée par la crise financière de 2008

Contrairement aux précédentes récessions de l'après-guerre, la récession de 2020 n'a été déclenchée ni par des déséquilibres macroéconomiques ou financiers majeurs, ni par une hausse des prix du pétrole. En revanche, plusieurs économies – notamment les plus avancées – ont abordé cette crise dans un état vulnérable, avec

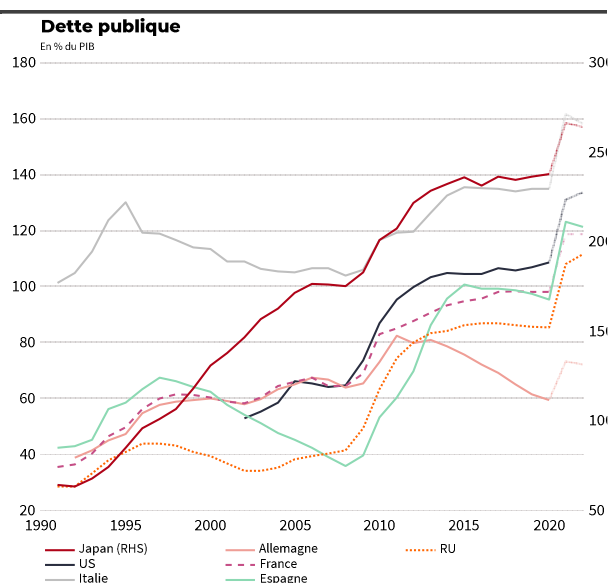
⁸ Cette situation contraste fortement avec les nombreuses pandémies précédentes, depuis la peste noire des années 1300, qui se sont produites à une époque où pratiquement personne n'atteignait un âge avancé.

une croissance atone, des taux d'intérêt historiquement bas et des niveaux d'endettement records en temps de paix. Ceci reflète en partie l'héritage de la crise financière mondiale de 2008, qui a entraîné une action sans précédent des banques centrales et des gouvernements dans le monde entier, afin de stabiliser les marchés financiers et de soutenir la demande globale. Les taux d'intérêt ont été ramenés à un niveau proche de zéro. Des liquidités ont été massivement injectées dans le système via l'assouplissement quantitatif. Les banques jugées trop importantes pour faire faillite ont été renflouées⁹. Et la récession, conjuguée aux plans de relance budgétaire, a propulsé la dette publique à des niveaux inédits.

Explosion des déficits budgétaires ...



... et de la dette publique



Source : Refinitiv.

Les programmes de relance monétaire et budgétaire de la période 2008-2009 font cependant pâle figure en comparaison des plans de soutien récemment mis en œuvre pour faire face à la pandémie de coronavirus. Les responsables politiques du monde entier ont apporté aux ménages, aux entreprises et aux marchés financiers un soutien inédit, proportionné à l'ampleur et à la soudaineté du choc causé par la COVID-19. Les principaux gouvernements ont engagé des dizaines de milliards de dollars de dépenses publiques financées par le déficit, tandis que les banques

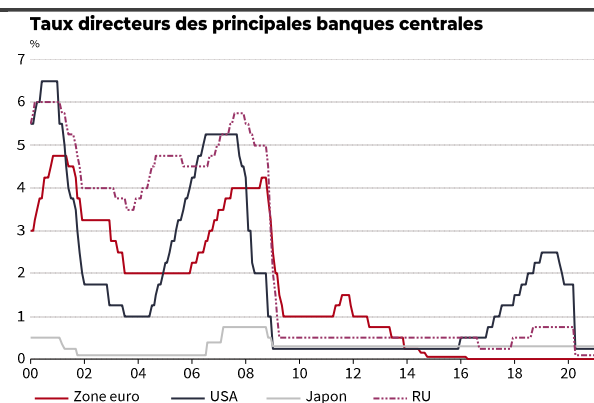
⁹ Les banques centrales ont tenu à éviter les erreurs de la Grande Dépression des années 1930, marquée par une politique restrictive de la Fed pendant les deux périodes de récession sévère (1930-1933, puis 1937-1938). De fait, la principale leçon de la Grande Dépression des années 1930 est que les banques centrales doivent réagir vigoureusement aux crises financières pour prévenir ou atténuer les paniques financières, évitant ainsi un effondrement de la masse monétaire et des prix susceptible de s'avérer dévastateur pour l'économie réelle et l'emploi.

centrales ont injecté une quantité record de liquidités dans l'économie pour éviter que la crise ne s'aggrave en se propageant au système financier. Ces mesures sont venues s'ajouter aux actions politiques prises il y a plus de dix ans – et sans précédent à l'époque – pour faire face à la crise financière mondiale.

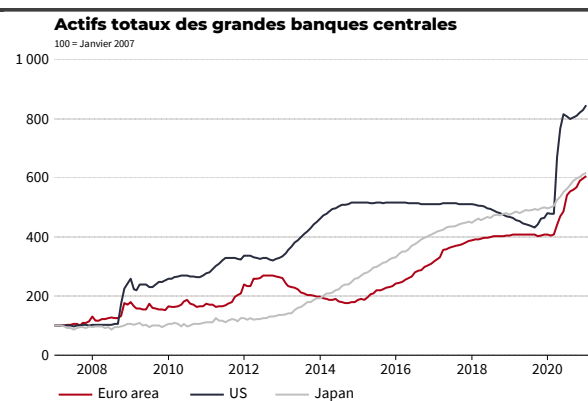
21. Politique de taux d'intérêt zéro ou proches de zéro

Le déclenchement de la crise financière mondiale en 2007-2008 a conduit les banques centrales du monde entier à réduire considérablement leurs taux directeurs : la Réserve fédérale a abaissé son taux d'intérêt à court terme de 5,25 % à 0 %, tandis que les taux d'intérêt nominaux de toutes les autres grandes banques centrales ont rapidement atteint leur limite inférieure (à zéro ou effective)¹⁰. Certaines banques centrales, telles que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ), ont poussé les taux légèrement en dessous de zéro.

Une politique de taux ultra bas...



... et des injections de liquidités de grande ampleur



Mais, lorsque les taux d'intérêt à court terme tombent à zéro, poursuivre l'assouplissement monétaire devient difficile, car la possibilité de réduire davantage les taux est limitée par le fait que ceux-ci ne peuvent descendre substantiellement en dessous de zéro. La raison en est que les acteurs économiques ont toujours la possibilité de détenir des liquidités, qui rapportent un intérêt nul, plutôt que des

¹⁰ Les économistes parlent souvent de taux d'intérêt nominaux ayant une « borne inférieure zéro » (BIZ), mais nous savons désormais que la borne inférieure des taux d'intérêt ne se situe pas exactement à zéro, mais plutôt à un niveau légèrement inférieur à zéro. La raison en est que la détention de liquidités a un coût car elle comporte des frais de stockage, d'assurance, de manipulation et de transport. Aussi le public est-il disposé à détenir des dépôts à rendement négatif (autrement dit, à payer des frais aux banques), dans la mesure où les banques peuvent garantir que ses avoirs monétaires seront effectivement sûrs et disponibles pour des transactions. La limite inférieure effective des taux d'intérêt directeurs est donc définie par le coût de détention des espèces.

actifs à rendement négatif. La lutte contre la récession requérant une baisse significative des taux, le fait d'arriver à la limite inférieure (à zéro ou effective) sur les taux contraint considérablement la politique monétaire.

22. Les effets de richesse et d'endettement en soutien de la croissance

La politique monétaire étant *de facto* contrainte par limite inférieure effective (LIE), les banques centrales, dans le sillage de la crise financière mondiale, ont conçu toute une série d'outils de politique monétaire novateurs – les politiques monétaires « non conventionnelles » – en vue d'assouplir davantage les conditions financières et de stimuler l'économie. Ces nouvelles politiques ont pris deux formes principales : (i) les « indications prospectives »¹¹ ; (ii) les achats à grande échelle d'actifs non conventionnels (« assouplissement quantitatif » ou QE), qu'il s'agisse de dettes publiques à long terme ou d'actifs risqués du secteur privé, tels que les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences, les obligations d'entreprise, voire les actions¹².

Ces politiques ont poursuivi deux objectifs fondamentaux :

- Réduire le coût de l'emprunt pour encourager les ménages et les entreprises à emprunter davantage et stimuler ainsi la demande globale ;
- Soutenir les prix des actifs (par exemple, les cours de la bourse) afin d'accroître la richesse des ménages et de stimuler la consommation.

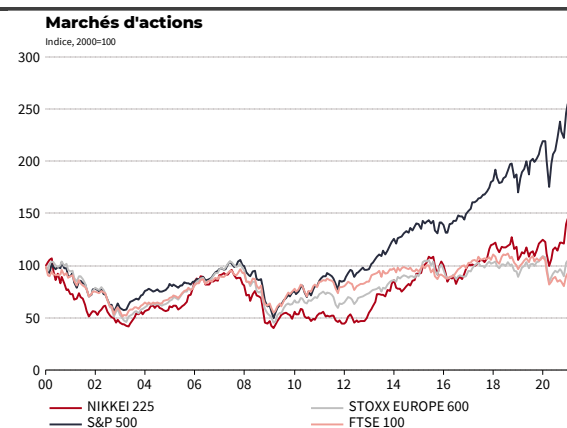
Le déclenchement de la pandémie de COVID-19 s'est traduit par un recours à l'assouplissement quantitatif encore plus audacieux et plus massif qu'après la crise financière mondiale, gonflant encore davantage les bilans déjà hypertrophiés des banques centrales. Ces politiques sont-elles efficaces ? La question reste, à ce stade, ouverte. Certaines études suggèrent qu'elles ont légèrement stimulé l'activité économique. Mais, en pesant de manière persistante sur les rendements à long terme et les spreads de crédit, elles ont également ouvert la voie à une accumulation de vulnérabilités financières, telles que des valorisations boursières élevées, un endettement record des entreprises, y compris des entreprises déjà très endettées,

¹¹ Les « indications prospectives » sont un outil de communication destiné à faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Les banques centrales visent à orienter les convictions des investisseurs sur la politique monétaire future, en s'engageant à maintenir des taux directeurs bas pendant une période prolongée.

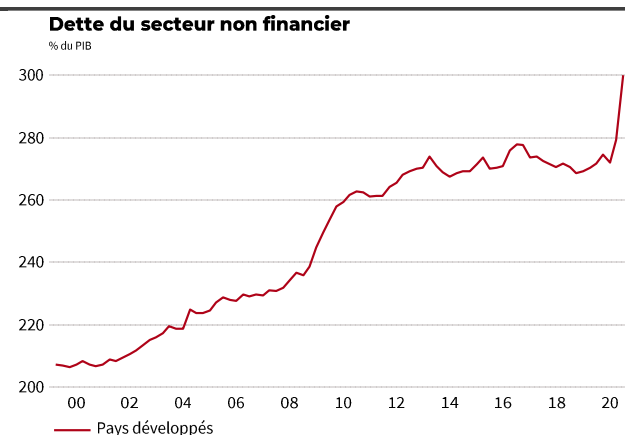
¹² Les injections de liquidités de grande ampleur visant à atténuer les problèmes de liquidité des institutions financières ont été considérées comme prioritaires en Europe continentale, compte tenu de sa tradition de systèmes financiers fondés sur les banques.

et une érosion marquée des normes de crédit, notamment en dehors du secteur bancaire réglementé¹³.

Effets de richesse...



... et d'endettement en soutien de la croissance



Source : Refinitiv.

3. Stagnation séculaire

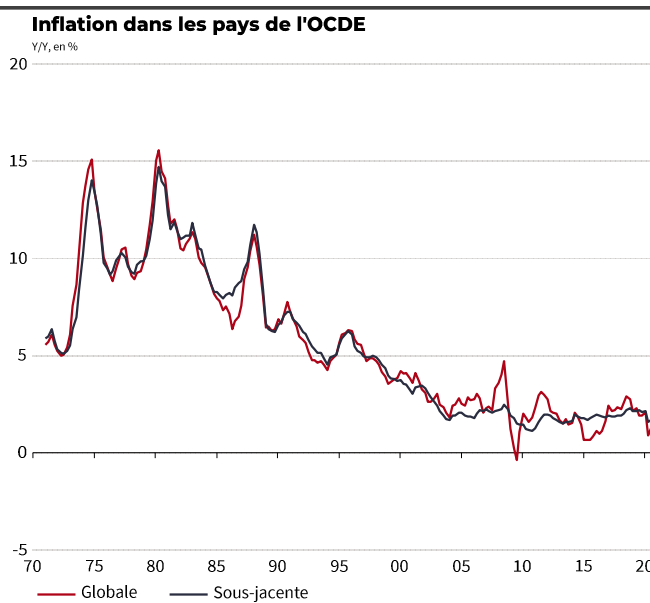
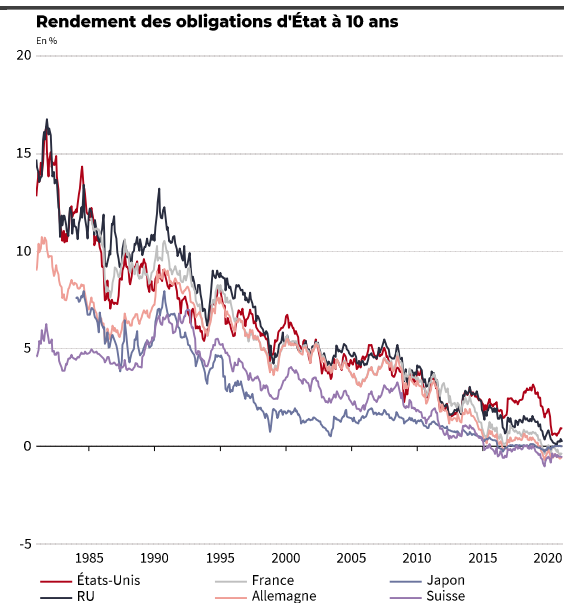
31. La limite inférieure effective sur les taux a été, et continuera d'être, un gros problème

Avant la crise financière mondiale, le problème de la limite inférieure effective sur les taux courts nominaux était généralement considéré comme une bizarrerie au sein de la communauté politique et académique. Certes, la Banque du Japon avait maintenu ses taux directeurs à zéro pendant de nombreuses années. Mais cela avait été largement analysé comme le reflet de facteurs spécifiques à ce pays. La situation a toutefois radicalement changé depuis la crise financière mondiale, les principales banques centrales des économies avancées ayant atteint leur propre limite inférieure effective.

¹³ Au cours de la décennie écoulée, l'environnement de taux d'intérêt ultra-bas, associé à une expansion généralisée de la liquidité, a déclenché une chasse au rendement qui a poussé les investisseurs vers des actifs plus risqués, tels que les dettes à haut risque (« leveraged loans », obligations à haut rendement et obligations spéculatives). Ces dernières années ont notamment vu l'explosion du marché des prêts à effet de levier (« leveraged loans ») pour les entreprises à haut risque. Ces prêts à effet de levier ont souvent été regroupés dans un titre adossé à des actifs appelé « obligation adossée à des prêts », ou CLO – le proche cousin du « titre de créance garanti », ou CDO –, qui a re-sécurisé des titres adossés à des créances hypothécaires « subprime » et joué un rôle central dans l'éclatement de la Crise financière mondiale. Les CLO ont constitué un secteur d'activité en plein essor au cours de la dernière décennie. Ceci est un sujet de préoccupation croissante, surtout à l'heure où la pandémie de COVID-19 rogne les bénéfices des entreprises dans nombre de secteurs.

Baisse tendancielle des taux d'intérêt ...

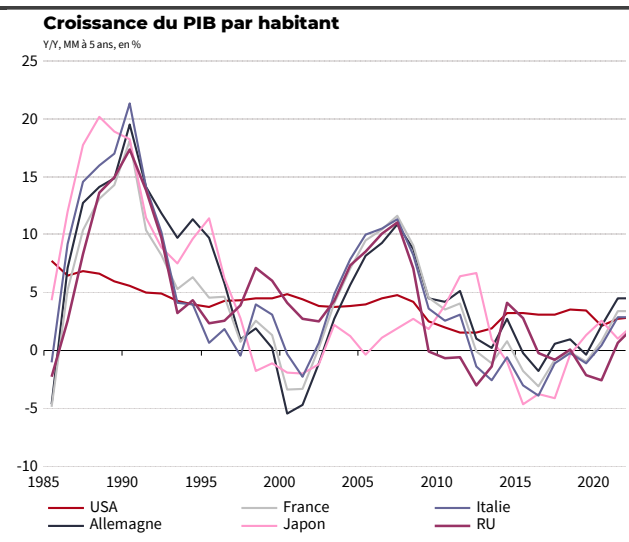
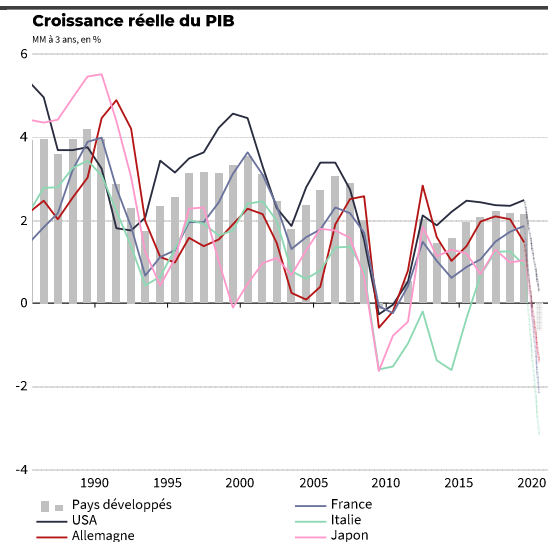
... des taux d'inflation ...



Source : Refinitiv.

... des taux de croissance ...

... et de la croissance des PIB par habitant



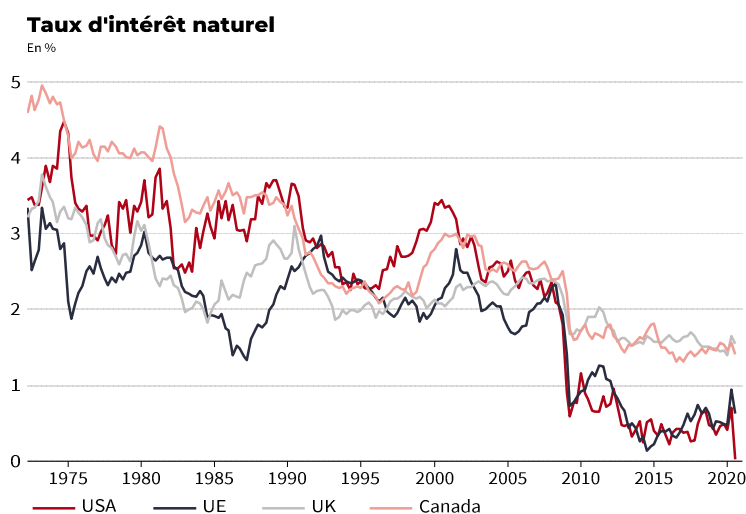
Source : Refinitiv.

La décennie passée à la limite inférieure effective (ou à proximité de cette limite) dans la plupart des économies avancées, notamment au Japon et dans la zone euro, s'est accompagnée de performances macroéconomiques décevantes. Bien que ces économies aient connu de brèves périodes de reprise depuis 2013, ces rebonds cycliques se sont avérés modérés et temporaires. Même aux États-Unis, où la reprise

après la crise financière s'est révélée relativement plus forte, l'expansion économique des années 2010 a été la plus faible – mais aussi la plus longue – jamais enregistrée. Pendant la plus grande partie de la dernière décennie, l'inflation sous-jacente est demeurée inférieure aux objectifs des banques centrales dans les pays avancés. Et les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur tendance baissière pour tendre vers zéro. Si les politiques monétaires extrêmement accommodantes menées ont finalement permis de retrouver le chemin d'une croissance médiocre, c'est au prix de l'accumulation de vulnérabilités financières, d'un ralentissement de l'ajustement structurel et de décisions d'investissement faussées.

32. Piégés dans un monde de taux d'intérêt naturels bas

Le taux d'intérêt que les banquiers centraux cherchent à atteindre est le taux auquel l'économie n'est ni déprimée et génératrice de déflation, ni en surchauffe et source d'inflation. Il s'agit, en d'autres termes, du « taux d'intérêt naturel » – également appelé « taux d'intérêt d'équilibre à long terme », ou « taux d'intérêt réel neutre », ou encore, dans le jargon économique, « r-étoile » ou « r^* » (voir l'encadré 1 ci-dessous). Aux États-Unis, on estime que le taux d'intérêt naturel est passé d'environ 2,5 % avant la crise financière mondiale à moins de 1 % avant le Grand confinement de l'année 2020. Au sein de la zone euro, on estime que ce taux a chuté à moins de 0,5 %.



Sources : Bloomberg, Société Générale.

Encadré 1 : Le taux d'intérêt naturel

Le taux d'intérêt naturel a été défini pour la première fois par l'économiste suédois Knut Wicksell, dans son livre *Interest and Prices* (1898), comme le taux d'intérêt réel qui assure l'équilibre entre l'offre de fonds (épargne) et la demande de fonds

(l'investissement) à la production maximale, c'est-à-dire au plein emploi des ressources. En d'autres termes, **c'est le taux qui prévaut lorsque la production réelle est égale à la production potentielle**. Ce taux est le seul qui soit compatible avec la stabilité des prix.

Le taux d'intérêt naturel est un **concept essentiel pour les banquiers centraux car son niveau sert de repère pour déterminer si la politique monétaire s'avère trop stricte ou trop souple**. La politique monétaire est accommodante tant que le taux directeur réel est inférieur au taux d'intérêt naturel.

Non observable, le taux d'intérêt naturel est une construction purement théorique, dérivée de données réelles comme la croissance du PIB réel, l'inflation et les taux d'intérêt nominaux. Thomas Laubach et John Williams, économistes de la Réserve fédérale, ont mis au point une méthode couramment utilisée pour calculer ce taux d'intérêt naturel¹⁴. Actuellement, **la plupart des estimations suggèrent que le taux d'intérêt naturel dans les pays avancés a diminué pendant la majeure partie des 30 dernières années**. Une tendance baissière à laquelle la crise financière mondiale a conféré une vigueur renouvelée.

Pour les responsables politiques, les implications d'un taux d'intérêt naturel très bas – proche de zéro ou même négatif – sont d'une portée considérable, puisque la politique monétaire est accommodante tant que le taux directeur réel est inférieur au taux d'intérêt naturel. Comme nous l'avons vu plus haut, les taux directeurs ne peuvent descendre (significativement) en dessous de zéro. Ainsi, des taux d'intérêt naturels ultra bas signifient que les taux directeurs des banques centrales, ultra-bas à l'heure actuelle, ne peuvent être abaissés aux niveaux qui seraient nécessaires pour combattre avec succès une récession. Depuis 2008, les banques centrales ont été en mesure d'assouplir davantage la politique monétaire via des méthodes non conventionnelles. Mais lorsque la politique monétaire reste ultra-accommodante pendant une période inhabituellement longue, les excès financiers – prise de risque disproportionnée, endettement excessif, etc. – s'accumulent et augmentent la vulnérabilité de l'économie aux cycles d'expansion et de récession.

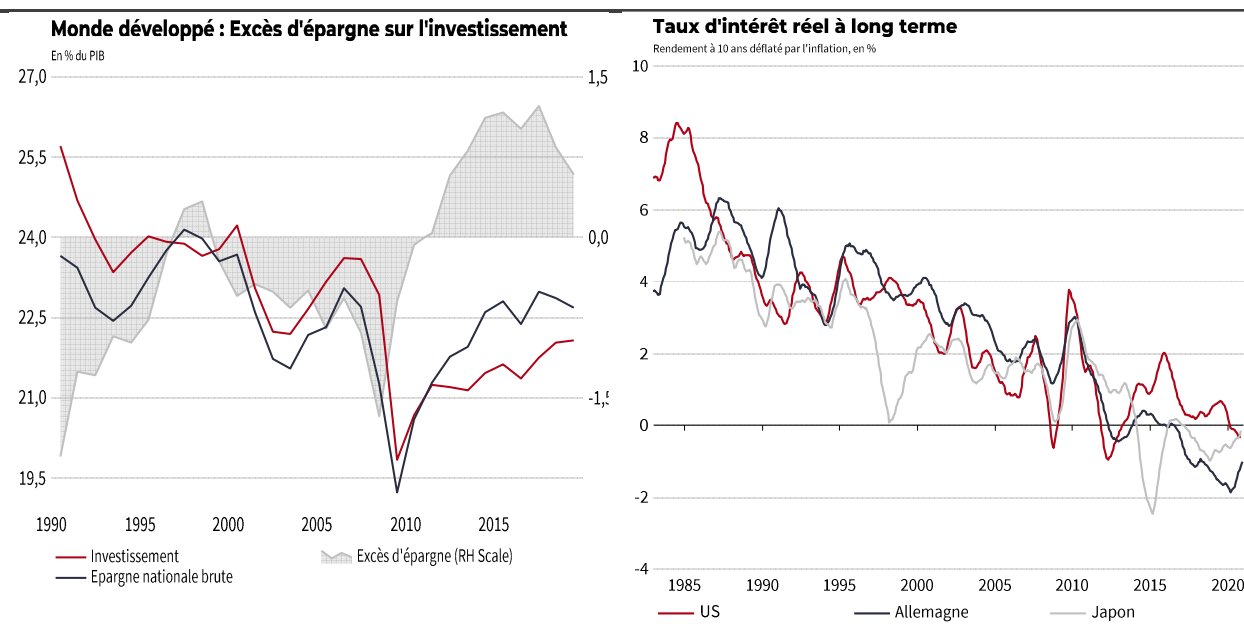
¹⁴ Voir Laubach, Thomas and John C. Williams (2003), "Mesurer le Taux d'Intérêt Naturel", Review of Economics and Statistics, Volume 85, Issue 4, November pp. 1063-1070.

33. Excès d'épargne

On considère généralement que l'évolution du taux d'intérêt naturel est dictée par les variations des déterminants sous-jacents de l'épargne et de l'investissement¹⁵. Ainsi, le fait que le taux d'intérêt naturel – et avec lui toute la gamme des taux d'intérêt et des rendements – connaisse un recul tendanciel depuis si longtemps et dans tant de pays est perçu comme l'expression d'un excès de l'épargne désirée par rapport à l'investissement souhaité.

Monde développé : épargne & investissement ...

... et faibles taux d'intérêt réels



Les explications apportées à la tendance baissière du taux d'intérêt naturel – c'est-à-dire au manque « d'appétit » pour l'investissement par rapport à « l'appétit » pour l'épargne – se divisent en deux grandes catégories :

- La dégradation du potentiel de croissance dans le monde avancé, synonyme d'une réduction des rendements réels futurs des investissements ;
- L'atonie de la demande globale et l'augmentation de la propension des agents à épargner qui en découle.

¹⁵ Voir, par exemple, Lawrence Summers (2014) (op.cit.) ; Ben Bernanke (2005), « L'excès d'épargne mondiale et le déficit de la balance courante américaine », conférence de Sandridge, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginie, 10 mars ; Ben Broadbent, (2014), « Politique monétaire, prix des actifs et distribution », discours prononcé lors de la conférence annuelle de la Society of Business Economists, Banque d'Angleterre.

Nous examinons ces deux points plus en détail ci-après.

DÉGRADATION DU POTENTIEL DE CROISSANCE ET REcul DE L'APPÉTIT POUR L'INVESTISSEMENT

Pour les économistes, réviser à la baisse leurs évaluations du potentiel de croissance dans de nombreux pays avancés est devenue une habitude depuis la crise financière mondiale. Pour une économie, un potentiel de croissance plus faible est synonyme de baisse des rendements réels futurs des investissements, et donc de recul de l'appétit pour l'investissement, ce qui pèse à l'évidence sur l'investissement à long terme. Trois facteurs principaux ont été mis en avant pour expliquer la dégradation du potentiel de croissance :

La décélération de la croissance de la population active : au cours des dernières décennies, la baisse du taux de natalité dans les pays avancés, combinée à l'augmentation de l'espérance de vie, a entraîné une décélération ou une diminution de la population en âge de travailler (de 15 à 64 ans). Une baisse de la population active signifie, toutefois, un ralentissement de la croissance économique et, en raison de l'effet d'accélérateur, une baisse de la demande d'investissement, car un investissement moindre suffit à accroître les capacités pour répondre à la demande (moins besoin de nouveaux immeubles de bureaux, de nouveaux matériels pour équiper les travailleurs, etc). La tendance baissière du taux d'investissement des entreprises a été renforcée par la disponibilité de biens d'équipement moins chers, la révolution numérique et technologique ayant entraîné une forte baisse du prix relatif des équipements notamment dans le domaine des technologies de l'information (TI). Un projet d'investissement donné nécessite dès lors moins d'apport en capital qu'auparavant, ce qui se traduit par une baisse globale de la valeur de l'investissement.

Le tassement de la croissance de la productivité : autre déterminant essentiel du potentiel de croissance à long terme d'un pays, la croissance de la productivité du travail a nettement ralenti au sein des économies avancées depuis le début des années 2000. Cette décélération est particulièrement déconcertante d'autant plus qu'elle s'est produite à une époque de changements technologiques rapides, avec des innovations dans la production des technologies de l'information et de la communication (TIC) numériques et la généralisation de l'utilisation des TIC dans l'ensemble des pays avancés. Cela a bien sûr conduit les analystes à s'interroger sur les causes de ce phénomène (voir l'encadré 2 ci-après).

Les dommages infligés par la Grande Récession à la population active et à la productivité (effets d'hystérèse) : comme nous l'avons vu précédemment, les chocs sur l'emploi infligés par des récessions sévères laissent des séquelles aux

travailleurs licenciés, ce qui peut entraîner une hausse du chômage structurel et une baisse de la participation au marché du travail, réduisant directement le potentiel de croissance d'une économie. La Grande Dépression de 2020 fera sans aucun doute payer un lourd tribut à la croissance potentielle, étant donné les dommages causés au capital humain et à l'accumulation de capital.

Encadré 2 : Une énigme restant à résoudre : le ralentissement de la productivité.

« *On voit des ordinateurs partout, sauf dans les statistiques de productivité* », notait en 1987 l'économiste Robert Solow (prix Nobel d'économie en 1987), qui soulignait ainsi que, contrairement aux attentes, la productivité du travail aux États-Unis ne reflétait pas la progression des technologies de l'information au sein des entreprises.

C'est le fameux **paradoxe de la productivité de Solow**.

De fait, **depuis le milieu des années 1960, la croissance de la productivité du travail a tendance à diminuer dans la plupart des économies développées**. Cette baisse a été temporairement interrompue – dans la seconde moitié des années 1990 et dans la seconde moitié des années 2000 –, sans jamais être véritablement inversée.

Dans le sillage de la crise financière de 2008, la productivité s'est effondrée malgré les progrès importants réalisés dans le domaine des technologies de l'information et de la communication.

Les économistes ont débattu des raisons de ce recul, sans parvenir à un consensus.

Les explications avancées sont généralement classées en cinq grandes catégories :

1. Sous-estimation statistique

Les statistiques mesurent mal la valeur ajoutée et les gains de productivité dans une économie de plus en plus intangible et innovante. De nombreux effets positifs de l'économie numérique, en particulier sur la production de richesses, ne sont guère visibles dans les statistiques. Par exemple, la contribution de Wikipédia au PIB est proche de zéro, puisque l'activité repose sur le partage gratuit de l'information ; pourtant, Wikipédia contribue au bien-être de ses utilisateurs.

Certains estiment dès lors que les statistiques devraient être revisitées pour permettre de mesurer l'impact des biens et services gratuits sur le niveau de vie.

2. Longs délais de diffusion des innovations technologiques

Cet argument souligne que les effets des innovations sur la productivité tardent à apparaître, en raison d'importants délais de diffusion, d'apprentissage et d'adoption, mais ils finiront par se manifester.

3. Rigidités du marché

Cette et al. (2018)¹⁶ ont utilisé des données d'entreprises pour montrer que les entreprises les plus performantes enregistraient des gains de productivité importants, sans que ces gains ne se généralisent. Selon eux, la raison en est le manque de flexibilité des marchés, qui bloque les nécessaires réallocations des facteurs de production vers les secteurs les plus innovants et empêche la diffusion des innovations technologiques dans l'économie dans son ensemble. Cette mauvaise réaffectation des ressources est exacerbée par la faiblesse des taux d'intérêt réels, qui permet aux entreprises peu performantes ou obsolètes de survivre.

4. Déplacement de l'emploi vers les services

L'économiste américain William Baumol¹⁷ souligne que le déplacement des emplois du secteur industriel vers le secteur tertiaire, où les gains de productivité sont globalement plus faibles, entraîne inévitablement le déclin de la croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie.

5. Évolutions transformatrices secondaires

L'économiste Robert Gordon¹⁸ fait valoir que les innovations dans le domaine des technologies de l'information et de la communication n'ont pas la capacité de transformation des processus de production et d'action sur la croissance et la productivité qu'ont eue les grandes inventions du passé, telles que la machine à vapeur, les chemins de fer, l'électricité, l'assainissement urbain et le moteur à combustion interne. Selon lui, les innovations véritablement majeures entraînent des bouleversements dans le monde des affaires. Il note qu'il y a effectivement eu des évolutions importantes à cet égard entre le milieu des années 1990 et le milieu

¹⁶ Voir Gilbert Cette, Simon Corde et Rémy Lecat (2018), « Dispersion et convergence de la productivité des firmes », *Economics Letters*, Elsevier, vol. 166, pp. 76-78.

¹⁷ William Baumol (1986), « Croissance de la productivité, convergence et bien-être : ce que montrent les données de long terme », *The American Economic Review*, vol. 76, n° 5, décembre, pp. 1072-1085.

¹⁸ Robert Gordon (2016), (op.cit.).

des années 2000, avec la combinaison des ordinateurs et d'Internet, mais que, depuis, les conditions de travail n'ont guère changé.

Gordon estime que, depuis le début des années 2000, les innovations se sont concentrées sur le secteur du divertissement et de l'information-communication – une sphère étroite de l'économie – sans modifier fondamentalement le quotidien des milieux d'affaires comme l'avaient fait l'électricité, l'automobile ou l'eau courante. C'est pourquoi, selon lui, la productivité globale des facteurs – qui mesure la part de la croissance liée au progrès technique – s'affaiblit.

ATONIE DE LA DEMANDE GLOBALE ET AUGMENTATION DE L'APPÉTIT POUR L'ÉPARGNE

Parallèlement à la baisse de l'appétit pour l'investissement productif, un certain nombre de facteurs se sont combinés pour augmenter la propension des agents à épargner :

Un long cycle de désendettement après 2008 : après l'accumulation de dettes privées colossales dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, une grande partie du monde avancé s'est vue contrainte d'entamer un large cycle de désendettement (à quelques exceptions près, comme la France). L'assainissement des bilans devenant la priorité des agents privés très endettés, des secteurs entiers de l'économie se sont davantage préoccupés de reconstituer l'épargne et d'éliminer la dette que d'augmenter leur consommation ou leurs investissements et ce, malgré des taux d'intérêt ultra-bas¹⁹.

L'incertitude croissante concernant la durée de la retraite et la disponibilité des prestations : l'allongement de l'espérance de vie et la baisse des taux de mortalité ont laissé de nombreuses économies aux prises avec des sociétés vieillissantes, qui tendent à accumuler de l'épargne pour en vivre à la retraite, d'autant plus que l'incertitude sur la capacité des gouvernements à honorer leurs obligations en matière de retraite ne fait que progresser.

L'accroissement des inégalités et la hausse de la part du revenu national captée par les hauts revenus : Depuis 1980, les gains de revenus au milieu de la distribution des revenus ont été beaucoup plus faibles qu'au sommet. Cela s'est traduit par une augmentation de l'épargne globale, étant donné que les ménages à revenus élevés ont une plus grande propension à épargner que les ménages situés dans la partie inférieure et au milieu de la distribution des revenus. En outre, la hausse de la part

¹⁹ Voir, par exemple, Stephanie Lo et Kenneth Rogoff (2015), « Stagnation séculaire, surendettement et autres causes d'une croissance atone, six ans après », document de travail n° 482 de la BRI.

des profits dans l'économie aboutit généralement à transférer les revenus vers ceux qui ont une plus faible propension à dépenser et une plus forte propension à épargner.

L'accumulation de réserves de change par un certain nombre de banques centrales²⁰, principalement en Asie et en Europe²¹, a entraîné une augmentation de l'épargne à travers le monde, dans la mesure où ces bassins d'épargne ne se sont pas accompagnés d'une augmentation des investissements nationaux.

L'HYPOTHÈSE DE LA STAGNATION SÉCULAIRE

Au total, tout un ensemble de changements structurels, allant d'une démographie défavorable au désendettement et à l'accroissement des inégalités, ont eu pour effet d'augmenter l'appétit d'épargne par rapport à l'appétit d'investissements productifs dans les principales économies avancées. Deux conséquences en ont découlé : une baisse de la demande globale et, par suite, des performances de croissance décevantes ; la chute du taux d'intérêt naturel à des niveaux extrêmement bas, voire négatifs. Le bas niveau du taux d'intérêt naturel a, à son tour, constitué un obstacle majeur à une croissance soutenue en compromettant l'efficacité de la politique monétaire, compte tenu de la limite inférieure effective (LIE) sur les taux d'intérêt. S'il est vrai que l'économie mondiale a connu un taux de croissance relativement robuste entre 2017 et 2019, cette croissance a reposé sur des bases financières de plus en plus fragiles. Le gonflement de la dette et les bulles de prix d'actifs deviennent, à l'heure de la stagnation séculaire, les fondements de la croissance économique²².

Le message principal de l'hypothèse de la stagnation séculaire est que les taux d'intérêt vont rester si bas que les banques centrales vont fréquemment se trouver dans l'incapacité de réduire suffisamment leurs taux pour faire face efficacement à une nouvelle récession. Résultat : des périodes de ralentissement économique plus fréquentes, plus profondes et plus longues que les périodes de reprise de l'activité, tirant la croissance moyenne du PIB vers le bas et aggravant le chômage. Contrainte par la limite inférieure effective sur les taux, l'économie ne peut alors s'approcher du

²⁰ Il s'agit de l'hypothèse dite de « surabondance de l'épargne mondiale », selon laquelle le monde connaît une surabondance d'épargne principalement dans les économies à taux d'épargne élevés, comme la Chine et l'Allemagne. Voir Ben Bernanke (2005), (op.cit.).

²¹ Il convient de noter que la contribution des producteurs de matières premières à l'hypothèse de la surabondance de l'épargne de Bernanke s'est depuis lors estompée, en raison de la chute des prix des matières premières qui a conduit ces pays à désépargner.

²² Voir Lawrence Summers (2015), « Faibles taux réels, stagnation séculaire et avenir des politiques de stabilisation », discours prononcé lors du séminaire de la Banque du Chili, 20 novembre.

plein emploi que si les gouvernements acceptent une augmentation des déficits publics – en augmentant, par exemple, les dépenses d'infrastructure, les prestations de santé ou les dépenses d'éducation – ou si la politique monétaire devient fortement expansionniste, encourageant la distribution du crédit et la hausse des prix des actifs, qui deviennent le moteur de la croissance économique. Une économie souffrant de stagnation séculaire ne va pas rester en permanence en panne de croissance ; elle va, au contraire, connaître, de temps à autre, des phases d'expansion. Mais les fondements de cette croissance ne sont pas tenables à long terme.

4. Le choc provoqué par la COVID-19 aggrave le problème de l'excès d'épargne

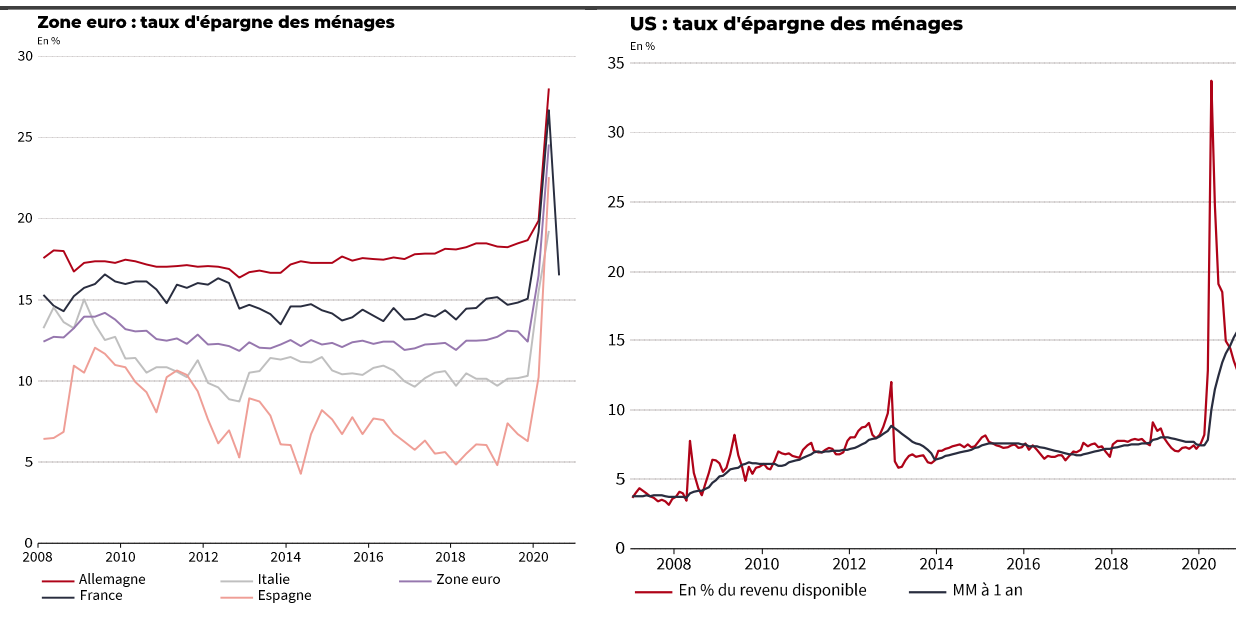
Aux facteurs de stagnation séculaire décrits ci-dessus s'est ajouté le choc sismique de la pandémie de COVID-19 et des confinements qui l'ont accompagnée.

4.1. Hausse de l'aversion au risque

Dans un monde frappé par la pandémie et dominé par l'incertitude quant à son évolution, de nombreuses entreprises se sont empressées de lever des liquidités de précaution, y compris en émettant de nouveaux titres de dette, et/ou de réduire leurs coûts en procédant à des licenciements massifs. Parallèlement, la forte progression du chômage – ou la crainte de celui-ci – a incité les ménages à redoubler de prudence dans leurs dépenses et à accroître leur épargne de précaution.

Le début de la pandémie a vu la consommation des ménages chuter brutalement et la propension à épargner s'envoler pour atteindre des sommets historiques. Cela a reflété à la fois l'épargne forcée durant les confinements et une poussée de l'épargne de précaution dans un contexte d'incertitude exceptionnellement élevée. Le soutien massif des pouvoirs publics a, dans une large mesure, réussi à protéger les salariés empêchés de travailler, du fait des mesures de confinement, de graves difficultés économiques, permettant un rebond de la consommation avec l'assouplissement des restrictions. Mais le virus agit comme une taxe sur les activités impliquant des interactions sociales et, en tant que tel, il est appelé à modifier les modes de consommation et de production aussi longtemps qu'il affectera la vie quotidienne des ménages et des entreprises. Une situation susceptible d'entraîner d'importants changements structurels. Les ménages et les entreprises pourraient, à plus long terme, ne pas pouvoir revenir à leurs anciens modèles d'investissement et de consommation.

Bond de l'épargne



Source : Refinitiv.

Les événements créant un risque « extrême », définis comme des événements rares et inattendus ayant un impact considérable – et également connus sous l'appellation de « cygnes noirs » dans le secteur financier ²³ –, génèrent généralement de fortes réactions comportementales et émotionnelles, au point de faire vaciller notre ancien système de croyances. Parmi les exemples de cygnes noirs, on peut citer l'attaque de Sarajevo et le déclenchement de la première guerre mondiale, la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et, bien sûr, la pandémie de COVID-19. Avant 2020, peu nombreux étaient ceux qui envisageaient la possibilité d'une pandémie mondiale²⁴. Désormais, cependant, les pertes considérables que la

²³ Ces événements rares ou « extrêmes » forment ce que l'on appelle les queues des courbes de distribution. Lorsque l'évolution du monde suit une distribution dite « normale », c'est à dire une loi de Gauss (ou courbe en cloche), qui dessine une distribution de probabilités, la probabilité d'un événement « ordinaire » est grande, tandis que la probabilité d'un événement « extrême », dans la « queue » de la distribution, est infime. Dans le monde de la finance, le risque d'un événement extrême, également appelé « cygne noir », décrit la survenance d'un événement considéré comme inattendu ou extraordinaire (une « aberration ») car son existence ne peut être déduite d'un raisonnement inductif à partir des données observées. L'événement extrême a, en outre, un impact considérable. Voir notamment Nassim Nicholas Taleb (2008), *Le Cygne noir : la puissance de l'imprévisible*, 28 février.

²⁴ Bill Gates a, cependant, longtemps mis en garde contre l'arrivée d'une future pandémie mondiale. « Si quelque chose tue plus de 10 millions de personnes au cours des prochaines décennies, il s'agira très probablement d'un virus hautement infectieux plutôt que d'une guerre. » a déclaré Gates lors d'une conférence TED, en 2015. « Pas des missiles, mais des microbes », avait-il souligné. Bill Gates avait

pandémie de COVID-19 infligent à de larges pans de la société, combinées au sentiment que les épidémies peuvent frapper à tout moment – ou (au minimum) survenir plus fréquemment que ce qui avait pu être imaginé – ne manqueront pas d’affecter le comportement des individus : les ménages et les entreprises vont désormais prendre leurs décisions en gardant à l’esprit le risque d’une autre pandémie ou de toute autre crise imprévue. Et cela s’ajoutera aux pertes de production considérables à court terme liées à la pandémie de coronavirus.

Comme l’ont souligné Kozlowski et al. (2020) : « *Le coût économique le plus important de la pandémie de COVID-19 pourrait résulter de changements de comportement qui persistent longtemps après la résolution immédiate de la crise sanitaire. Une source potentielle de changement comportemental durable pourrait être l’altération des croyances – une modification persistante dans la perception de la probabilité d’un choc extrême, négatif à l’avenir.* »²⁵. Le choc provoqué par la COVID-19 ne manquera pas d’alimenter l’aversion au risque dans le secteur privé, renforçant son désir d’épargne pour un motif de précaution. Il est probable que les ménages réduiront au moins certaines dépenses discrétionnaires à plus long terme, afin de disposer d’un matelas d’épargne plus important en cas de crises futures²⁶. Et si les ménages décident d’épargner davantage et de consommer moins, cela entraînera une baisse des investissements des entreprises.

La baisse des dépenses de consommation, en effet, 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. De plus, comme le secteur privé va prendre le risque épidémiologique en compte, certaines activités, certains biens et services et certains processus de production vont être considérés comme plus risqués et plus coûteux. D’où une augmentation de la prime de risque requise sur certains investissements en capital physique et, par conséquent, une baisse de l’accumulation du capital physique. Le recul de la demande adressée aux entreprises, conjugué à leur désir de se constituer un coussin supplémentaire de trésorerie et à un plus grand risque

également averti que les États-Unis, comme d’autres pays, n’étaient pas prêts à faire face à cette éventualité.

²⁵ Voir Kozlowski, Julian, Laura Veldkamp et Venky Venkateswaran (2020), « Cicatrisation du corps et de l’esprit : les effets à long terme de la COVID-19 sur la cicatrisation des croyances », NBER Working Paper Series, WP n° 27439, juin.

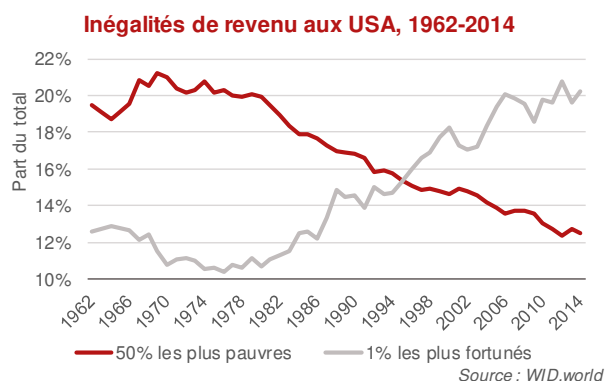
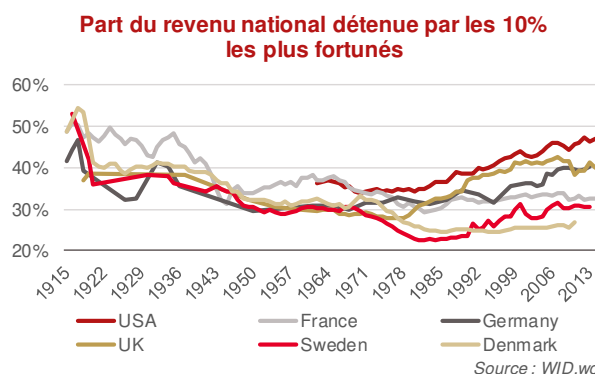
²⁶ Malmendier et Shen (2019) suggèrent que les expériences de la vie peuvent « laisser des cicatrices » sur les consommateurs, surtout s’ils ont vécu des périodes de chômage élevé. Voir Ulrike Malmendier et Leslie S. Shen (2019), « Consommation et cicatrices », International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, n°1259, octobre.

d'obsolescence, ne manquera pas de freiner l'investissement. Cela sera vraisemblablement compensé en partie par une augmentation des investissements dans la transformation numérique, afin de répondre aux besoins de distanciation sociale et à nombre des nouvelles exigences imposées aux entreprises.

42. Accroissement des inégalités

Avant la pandémie de coronavirus, les inégalités augmentaient déjà dans pratiquement tous les pays développés, bien qu'à des rythmes différents²⁷. Au sein des économies avancées, la plus forte augmentation des inégalités se trouve aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais des sociétés plus égalitaires comme l'Australie et la Suède ont également connu une augmentation notable des inégalités depuis le début des années 1980.

Une augmentation marquée des inégalités



Source : WID.world.

La pandémie a interagi avec les clivages antérieurs en termes de niveau d'éducation, de compétences, de revenus, d'âge et d'appartenance ethnique, exacerbant dans de nombreux cas les inégalités économiques et sociales préexistantes. Les personnes appartenant aux groupes sociaux les plus défavorisés, plus susceptibles d'occuper des emplois dans des secteurs contraints de fermer durant l'épidémie et peu propices au travail à distance (hôtellerie, etc.), ont souvent été davantage affectées par la pandémie. L'écrasante majorité des personnes exerçant des professions à risque sont des travailleurs faiblement rémunérés ayant un niveau d'éducation formelle plus faible²⁸. De la même façon, les politiques de confinement n'ont pas

²⁷ Voir notamment Thomas Piketty (2014), *La capital au 21^e siècle*, Harvard University Press, Harvard.

²⁸ Voir, par exemple, Wardrip Keith et Anna Tranfaglia (2020), « Quels travailleurs seront les plus affectés ? », Federal Reserve Bank of Philadelphia, avril, et Richard Blundell, Monica Costa Dias, Robert

affecté uniformément toutes les entreprises. Le pouvoir des entreprises numériques va presque certainement continuer à augmenter, entraînant une concentration croissante des bénéficiaires qui contribuera à accroître les inégalités entre les ménages, les entreprises étant la source ultime de revenus et de richesse.

Les grandes épidémies survenues depuis une centaine d'années ont exacerbé les inégalités de revenus en compromettant les perspectives d'emploi des plus vulnérables, notamment les personnes ayant une éducation de base, et en épargnant largement les travailleurs hautement qualifiés²⁹. Et ces effets de répartition vont être inévitablement amplifiés par le formidable soutien qu'apporte aujourd'hui la COVID-19 à l'économie numérique.

Un puissant facteur de divergence des revenus au cours des quarante dernières années a été l'évolution considérable des technologies de l'information et de la communication (TIC). Deux phénomènes principaux ont joué :

- Le progrès technologique a favorisé de manière disproportionnée les travailleurs hautement qualifiés (« skill-biased technological change ») via une productivité accrue et une forte demande pour leurs services³⁰ ;
- La baisse du coût du capital induite par les nouvelles technologies a entraîné un remplacement croissant de la main-d'oeuvre par des machines, qui a surtout pénalisé les travailleurs moyennement qualifiés, plus susceptibles d'avoir des emplois routiniers, très exposés à l'automatisation.

La crise causée par la COVID-19 accélère considérablement la numérisation de l'économie. Les innovations apportées par la quatrième révolution industrielle – diffusion d'Internet, des technologies de la robotique et de l'intelligence artificielle, Internet des objets, consommation de données à grande échelle – jouent un rôle majeur dans la gestion de la pandémie en permettant aux entreprises de poursuivre leurs activités durant la crise et en contribuant à réduire la propagation du virus, tout en aidant les employés à gérer leur travail depuis leur domicile. La propagation du

Joyce, Xiaowei Xu (2020), « COVID-19 et inégalités », Fiscal Studies, The Journal of Applied Public Economics, 27 juin.

²⁹ Voir Furceri, D, P Loungani, J D Ostry et P Pizzuto (2020), « La pandémie de Covid-19 affectera-t-elle les inégalités ? Leçons des pandémies précédentes », Covid Economics 12 : 138-57, et De Haan, J, et J-E Sturm (2017), « Finance et inégalités de revenu : bilan et nouveaux éléments », European Journal of Political Economy 50 : 171-195.

³⁰ Cette tendance a été largement documentée. Voir, par exemple, Autor et Acemoglu (2010), « Compétences, tâches et technologies : implications pour l'emploi et les revenus », Handbook of Labor Economics 4, juin, et Erik Brynjolfsson et Andrew McAfee (2011), *Course contre la machine : comment la révolution accélère l'innovation, stimule la productivité et transforme de manière irréversible l'emploi et l'économie*. Lexington, Mass : Digital Frontier Press.

coronavirus a incité des millions de personnes à travers le monde, aussi bien au bureau qu'à domicile, à se tourner vers les plateformes numériques en ligne ou à les utiliser plus activement. Les robots de livraison, les achats en ligne, les paiements numériques et sans contact, le travail à distance, l'apprentissage à distance, la télésanté, la robotique, etc. s'inscrivent dans une nouvelle tendance qui contribue à réduire le risque d'infection³¹.

Certaines personnes – celles qui ont accès à Internet et sont plus susceptibles de pouvoir travailler à domicile – bénéficieront incontestablement du passage aux technologies en ligne. Il s'agit généralement de personnes diplômées et dont les revenus sont plus élevés. En revanche, de nombreuses personnes appartenant aux groupes sociaux les plus défavorisés, qui sont beaucoup plus susceptibles d'occuper des emplois dans des secteurs comme le commerce de détail et l'hôtellerie – contraints de fermer durant l'épidémie et peu propices au travail à distance –, resteront à la traîne. En outre, les fermetures d'écoles pendant la pandémie menacent d'accentuer le fossé socio-économique en matière de réussite scolaire. En effet, les enfants issus de familles défavorisées risquent davantage d'être partiellement déscolarisés, ou de ne pas réintégrer les établissements scolaires au moment de la réouverture. Cet effet sur leur éducation entraînera à son tour une détérioration des perspectives en termes d'emploi et de revenus à long terme.

Le développement des technologies de l'automatisation, en particulier de l'intelligence artificielle, transforme de nombreux aspects de nos économies, dont la base de production et le nombre et le type d'emplois créés. Les travailleurs peu ou moyennement qualifiés sont les plus exposés au risque de « déplacement » de l'emploi du fait de l'automatisation. Le fossé entre les entreprises à la pointe de l'innovation et celles à la traîne est voué à s'élargir, tout comme le fossé entre les travailleurs ayant un emploi sûr et ceux ayant un emploi précaire. L'augmentation du stock de capital productif inhérente à l'automatisation va creuser encore davantage les inégalités, la propriété du capital étant plus inégalement répartie que les revenus du travail. Une concentration croissante des richesses et des revenus s'ensuivra, qui générera un surcroît d'épargne du fait de la plus grande propension marginale à épargner au sommet de la pyramide des revenus. En l'absence de mesures volontaristes et énergiques des gouvernements visant à protéger les segments les plus vulnérables de la société, l'impact négatif de la COVID-19 sur les inégalités devrait s'avérer nettement plus important que celui des précédents épisodes pandémiques.

³¹ Voir, par exemple, Xiao Y. et Fan Z. (2020), « 10 tendances technologiques à surveiller durant la pandémie de COVID-19 », Forum économique mondial, 27 avril.

5. Comment lutter contre la stagnation séculaire ?

Existe-t-il des politiques susceptibles de contrer la stagnation séculaire ? Oui, à condition qu'elles soient de grande envergure, bien ciblées et inclusives.

5.1. La nécessité de repenser la politique macroéconomique

La stagnation séculaire exige une remise en cause de la politique macroéconomique³². Il est peu probable que les politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles puissent remédier à la stagnation séculaire. La politique monétaire conventionnelle devient inefficace à la limite inférieure effective, tandis que la politique monétaire non conventionnelle risque d'être soumise à des rendements décroissants, comme le suggère l'incapacité des banques centrales à atteindre leurs taux d'inflation cibles. En outre, une politique monétaire expansionniste menée sur une longue période tend à accroître le risque de bulles et d'instabilité financière. Ajoutons à cela la complexité du processus de sortie d'une politique monétaire non conventionnelle, qui suscite de nombreuses préoccupations. Les banques centrales se sont aventurées là en terrain inconnu.

La politique budgétaire, en revanche, est particulièrement bien adaptée à la lutte contre la stagnation séculaire³³. Une politique budgétaire expansionniste est susceptible de stimuler l'investissement et de réduire l'épargne nationale, en absorbant l'importante offre d'épargne privée *via* des dépenses publiques financées par le déficit. Ce qui peut contribuer à augmenter le taux d'intérêt naturel, dont le faible niveau est au cœur du problème de la stagnation séculaire. En outre, une politique monétaire à la limite inférieure effective amplifie généralement l'importance du multiplicateur budgétaire, ce qui signifie que la politique budgétaire se révèle particulièrement efficace en période de stagnation séculaire³⁴.

³² Voir Olivier Blanchard et Lawrence Summers, éd., *Évolution ou révolution ? Repenser la politique macroéconomique après la Grande Récession*, MIT Press, 2019.

³³ Voir Lukasz Rachel et Lawrence Summers (2019), « Chute des taux d'intérêt réels neutres, politique budgétaire et risque de stagnation séculaire », *Brookings Papers on Economic Activity*, et Gauti B. Eggertsson et Neil R. Mehrotra (2014), « Un modèle de stagnation séculaire », *NBER Working Papers*, n° 20574.

³⁴ Voir N. Batini, L. Eyraud, L. Forni et A. Weber (2014), « Multiplicateurs budgétaires : taille, déterminants et utilisation dans les projections macroéconomiques », *New York : Fonds monétaire international* ; Gauti B. Eggertsson et Paul Krugman (2012), « Dette, désendettement et trappe à liquidités : l'approche Fisher-Minsky-Koo », *Quarterly Journal of Economics*, 127(3) : 1469-1513, août ; Gauti B. Eggertsson (2010), « Quelle politique budgétaire est efficace quand les taux d'intérêt sont à zéro ? », *NBER*

L'augmentation des investissements dans la santé publique, les infrastructures, la formation, l'éducation, l'énergie verte ou encore la recherche et le développement constitue la meilleure stratégie de lutte contre la stagnation séculaire.

Néanmoins, se concentrer sur la seule politique budgétaire ne peut que s'avérer insuffisant ; relance de la demande et réformes de l'offre et du système éducatif doivent agir de concert, compte tenu de l'importance de la lutte contre les inégalités (de revenus et de richesses). Certes, les forces qui alimentent l'augmentation persistante des inégalités, en particulier les progrès de la technologie numérique, sont difficiles à contrer, mais leurs effets négatifs peuvent être atténués par un certain nombre de politiques, telles qu'un système de formation continue permettant la nécessaire montée en compétences numériques des travailleurs, un enseignement numérique obligatoire dans le système éducatif de façon à préparer les étudiants aux nouveaux besoins numériques des entreprises, la mise en place d'infrastructures numériques et une redistribution accrue par le biais des systèmes fiscaux et de sécurité sociale. Une taxe sur les robots pourrait financer le redéploiement des employés licenciés, tandis que l'instauration d'un impôt négatif sur le revenu permettrait au gouvernement d'assurer un revenu minimum à tous ceux qui travaillent³⁵.

52. La COVID-19 est-elle un game changer pour la politique macroéconomique ?

D'ores et déjà, la politique budgétaire a, dans la crise actuelle, joué un rôle beaucoup plus important que par le passé. La réponse budgétaire des principaux pays à la pandémie de COVID-19 constitue un événement politique sans précédent en temps de paix. À juste titre, les gouvernements ont endossé le rôle d'assureurs en dernier ressort en compensant autant que possible, durant les confinements imposés pour lutter contre la pandémie, la perte de revenus liée à la cessation soudaine d'activité des entreprises et des ménages. Et les mesures visant à soutenir les ménages et les entreprises à court de liquidités et à revitaliser l'économie, combinées à la baisse des recettes fiscales causée par la récession économique ont, bien sûr, placé les déficits et la dette publique sur une trajectoire fortement ascendante.

Macroeconomic Annual, 25(1) : 59-112 ; J. Bradford DeLong et Lawrence H. Summers (2012), « La politique budgétaire dans une économie déprimée », Brookings Papers on Economic Activity, printemps.

³⁵ Pour faire face au déplacement potentiellement massif de travailleurs dû à l'essor de l'automatisation, de la robotique et de l'intelligence artificielle, Bill Gates a avancé l'idée d'une taxe sur les robots, tandis que Brynjolfsson et McAfee – pour qui le véritable défi sera la nature disruptive de la croissance économique, plutôt que son faible niveau – suggèrent l'instauration d'un impôt négatif sur le revenu. Dans le même ordre d'idées, Elon Musk estime qu'un revenu de base universel pourrait s'avérer efficace pour pallier la pénurie d'emplois et maintenir l'ordre social.

Cette hausse de la dette publique doit-elle susciter des inquiétudes quant à sa viabilité ? Dans la plupart des pays avancés, la réponse est actuellement un « non » prudent, compte tenu de la marge de manœuvre budgétaire dont disposent encore ces pays dans un environnement où les taux d'intérêt devraient rester bas pendant une période prolongée³⁶. Avec des taux d'intérêt à la limite inférieure effective, l'effet multiplicateur amplifié de l'investissement public soutiendra la croissance du PIB. Ce surcroît de croissance économique apportera des recettes supplémentaires aux gouvernements, qui compenseront au moins partiellement le coût budgétaire direct initial. Lorsque le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, le gouvernement peut se permettre de refinancer sa dette, voire d'accepter un léger déficit primaire, tout en voyant son ratio dette publique/PIB diminuer sans avoir à augmenter les impôts.

Conclusion

La pandémie de COVID-19 va probablement avoir des conséquences à long terme sur l'épargne privée, la demande globale et la croissance économique. En réponse à la crise, tant les consommateurs que les entreprises modifient leurs comportements et nombre de ces changements devraient s'inscrire dans la durée. Les populations pourraient devenir plus averses au risque, entraînant une augmentation de l'offre relative d'épargne (de précaution), tandis que le ralentissement du rythme de croissance sous-jacent rendra les investissements moins attrayants. À mesure que les sociétés deviendront de plus en plus inégales, la propension collective à consommer diminuera, réduisant la demande globale et donc la croissance économique. Ainsi le choc provoqué par la COVID-19 pourrait-il aggraver l'excès d'épargne privée, entraînant une baisse supplémentaire du taux d'intérêt naturel et renforçant ce faisant les facteurs de stagnation séculaire.

La stagnation séculaire n'est pourtant pas une fatalité, car les responsables politiques disposent d'outils et de politiques pour la combattre. À cet égard, le choc causé par la pandémie et la réponse budgétaire hors norme qu'il a suscitée pourraient s'avérer être un véritable game changer. Les défis actuels offrent une formidable occasion de dépasser les idées reçues, de revoir les systèmes d'incitations et de réformer les politiques économiques. Un réexamen du rôle de la politique budgétaire, associé à la mise en œuvre d'un ensemble d'incitations et de

³⁶ Krugman appelle à une relance budgétaire permanente axée sur l'investissement. Voir Paul Krugman (2020), « Arguments en faveur d'une relance permanente », New York Times, 7 mars. Voir également Olivier Blanchard (2020), « Élaboration de la réponse budgétaire à la pandémie de COVID-19 », PIIÉ, 8 avril, et Olivier Blanchard (2019), « Dette publique et faibles taux d'intérêt », American Economic Review, vol. 109, n° 4, avril, p. 1197-1229.

réformes adaptées aux circonstances actuelles pourrait être à même de placer les économies sur une trajectoire de croissance soutenue, inclusive et écologiquement soutenable. Et si le tant attendu choc de productivité lié à la transformation numérique venait à se concrétiser, le risque de stagnation séculaire disparaîtrait.

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, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

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

Clément GILLET

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

Erwan JAIN

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@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 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

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

Danielle SCHWEISGUTH

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

Edgardo TORIJA ZANE

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 Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes:

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

AVERTISSEMENT

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 préavis. Elle est fournie 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.

Les informations qui y figurent et les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garanties, bien que ces informations proviennent de sources réputées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné et 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 également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation britannique) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority ainsi que sur la réglementation de la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

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

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale S.A.

© 2021