

L'ÉCONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

Stagnation séculaire

Marie-Hélène Duprat

Conseillère auprès du Chef économiste

Dans la foulée de la Grande Récession de 2008-2009, la notion de « stagnation séculaire » a fait son retour sur le devant de la scène académique. Les années qui ont suivi la crise ont en effet vu nombre d'économies développées enregistrer une croissance anormalement atone, l'inflation rester obstinément faible et les taux d'intérêts réels poursuivre leur baisse tendancielle. La Grande Dépression de 2020 pourrait aggraver ces tendances.

Le concept de « stagnation séculaire »

Inventé à la fin des années 1930 par l'économiste Alvin Hansen, le concept de stagnation séculaire a été remis au goût du jour par Lawrence Summers, en novembre 2013, lors de son allocution au Forum du FMI. Après plusieurs années de croissance décevante dans de nombreuses économies développées au lendemain de la Grande Récession de 2008-2009, Lawrence Summers a défendu l'idée selon laquelle ces économies pouvaient être aux prises avec un déficit chronique de demande globale, y compris d'investissement, conduisant à une stagnation économique suffisamment durable pour être déclarée « séculaire ».

L'hypothèse de la stagnation séculaire

L'hypothèse de la stagnation séculaire est l'affirmation selon laquelle une évolution des fondamentaux de l'épargne et de l'investissement peut entraîner un déficit pérenne de demande globale en abaissant le taux d'intérêt « naturel » (défini par Wicksell, en 1898, comme le taux d'intérêt compatible avec le plein emploi)¹ **en dessous de zéro.** Un taux d'intérêt naturel négatif est un obstacle majeur à la reprise économique, car il compromet l'efficacité de la politique monétaire conventionnelle, compte tenu de la limite inférieure (à zéro ou effective) sur les taux d'intérêt nominaux².

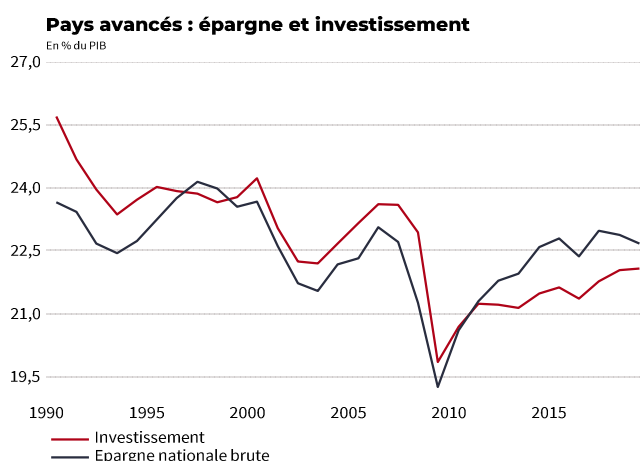
Depuis la crise financière de 2008, nombre de grandes banques centrales ont atteint leurs limites inférieures effectives sur les taux, tandis que les performances macro-économiques enregistrées dans la plupart des économies avancées se sont avérées décevantes, avec des rebonds cycliques modérés et temporaires, une inflation sous-jacente généralement inférieure à l'objectif des banques centrales et un recul tendanciel des taux d'intérêt réels – des développements qui sont venus souligner la pertinence de l'hypothèse de la stagnation séculaire pour rendre compte de la situation économique des dernières années.

¹ Voir Marie-Hélène Duprat (2019), « Le taux d'intérêt d'équilibre de long terme », L'économie pour tous, juillet.

² Les taux directeurs des banques centrales ne peuvent être abaissés (substantiellement) en dessous de zéro, car les acteurs économiques ont toujours la possibilité de détenir des liquidités plutôt que des actifs à rendement négatif. La lutte contre la récession requérant une baisse substantielle des taux, le fait d'arriver à la limite inférieure (à zéro ou légèrement en-dessous de zéro) sur les taux contraint considérablement la politique monétaire.

Excès d'épargne sur l'investissement

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'investissement. Ainsi, le fait que le taux d'intérêt naturel, et avec lui toute la gamme des taux d'intérêt, connaisse un recul tendanciel sur longue durée est perçu comme l'expression d'un excès de l'épargne désirée par rapport à l'investissement souhaité.



Les **explications** apportées au manque « d'appétit » pour l'investissement par rapport à « l'appétit » pour l'épargne se divisent en deux grandes catégories : 1) La **dégradation du potentiel de croissance dans les économies avancées** (elle-même le fruit de toute une série de facteurs, tels que la décélération de la croissance de la population active et les faibles gains en productivité) et le recul consécutif de l'appétit pour l'investissement ; 2) l'**atonie de la demande globale** et l'augmentation associée de l'appétit pour l'épargne.

Plusieurs facteurs se sont combinés au cours des décennies récentes pour augmenter la propension des agents à épargner tels que la hausse de la part du revenu national captée par les hauts revenus, les ménages à revenus élevés ayant une plus forte propension à épargner que les autres ménages, un long cycle de désendettement après la crise de 2008, l'allongement de l'espérance de vie et l'incertitude entourant les retraites, et l'accumulation de réserves de change par un certain nombre de banques centrales, principalement en Asie et en Europe.

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

La Grande Dépression de 2020 renforce les forces pouvant conduire à une stagnation séculaire pour au moins trois raisons : elle entraîne des pertes de potentiel de production ; elle est susceptible d'alimenter l'aversion au risque du secteur privé, les ménages et les entreprises pouvant réduire leurs dépenses afin de disposer d'un matelas d'épargne plus important en cas de crises futures ; elle donne une formidable impulsion à la transition numérique, contribuant à accroître les inégalités sociales. La stagnation séculaire peut être combattue par la dépense publique et des réformes structurelles visant à améliorer la productivité des facteurs.

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

Conseillère 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

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

Macro-sector analysis
+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 4213 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

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

Gabriel Roux

Economiste, 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

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