

# De quoi la stagnation séculaire est-elle le nom ?

Xavier Ragot\*

**L**É RYTHME À VENIR DE LA CROISSANCE MONDIALE EST PLUS QUE jamais incertain. La faiblesse des taux d'emploi en Europe et aux États-Unis, le ralentissement chinois et les difficultés des pays émergents laissent planer le soupçon d'un changement d'époque. Sommes-nous entrés dans une période de faible croissance, à laquelle les États et les populations devraient s'adapter ? Le cœur du débat consiste à savoir si la faible croissance est une conséquence inévitable du ralentissement de la croissance potentielle ou si elle est le résultat de mauvaises politiques économiques. Cette question essentielle se diffracte dans le prisme du débat français en une opposition entre ceux qui affirment que l'Hexagone fait principalement face à un problème d'offre et ceux qui insistent sur le déficit de demande.

Ce débat est mal posé et conduit donc à de mauvaises solutions. En effet, les économies française et européenne sont confrontées à deux chocs, un choc d'offre et un choc de demande, auxquels les politiques économiques ne sont pas préparées. L'objet de ce texte est de montrer que la stagnation économique est en Europe l'expression d'un vide politique. Avant de justifier cette affirmation, il convient tout d'abord

\* **Xavier Ragot** est chercheur au CNRS-PSE et président de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).



[1] Voir, par exemple, « The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds », in Teulings C. et Baldwin R., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, disponible sur [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org). Par ailleurs, Eloi Laurent et Jérôme Creel, dans « Les vents contraires de la croissance française » (*Revue de l'OFCE* n° 142, septembre 2015), discutent de l'application des thèses de Gordon à l'Europe. Article disponible sur [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

d'écarter les explications de la faible croissance qui reposent sur un déficit de progrès technique et d'innovation. Ce détour technologique livre cependant des enseignements importants sur l'endogénéité de la croissance.

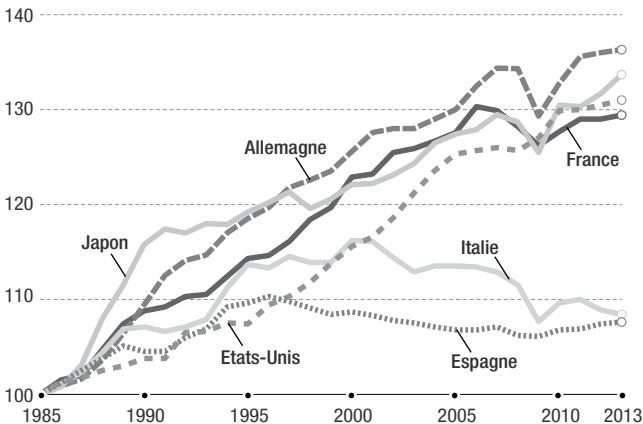
## Le progrès technique n'est pas en cause

La faiblesse de la croissance mondiale est parfois mise sur le compte d'un ralentissement du progrès technique et de facteurs profonds, telles la dynamique démographique des pays développés ou les contraintes énergétiques. Un avocat constant de cette thèse est Robert Gordon [1], qui s'oppose aux techno-optimistes qui ne voient pas aujourd'hui de ralentissement du progrès technique. Une lecture attentive des résultats empiriques donne plutôt raison aux seconds : il est difficile d'identifier un ralentissement du progrès technique, comme on va le voir en trois étapes.

Une première façon d'identifier le progrès technique est d'extraire de la croissance passée la composante qui n'est pas expliquée par l'accumulation du capital ou par l'emploi. On parle de « résidu de Solow » (son inventeur), « productivité globale des facteurs » (PGF) et, en anglais, « *total factor productivity* » ou encore « *multifactor productivity* ». L'intérêt de cette mesure est qu'elle est résiduelle et ne postule de ce

### Le progrès technique ne se porte pas si mal

Productivité globale des facteurs, base 100 = 1985



Source : OCDE

fait aucune forme particulière d'innovation (innovation de processus ou de produits, innovation organisationnelle). Son principal défaut est de reposer sur une décomposition du PIB national dont on connaît les nombreuses limites.

Le graphique ci-contre présente cette mesure du progrès technique pour quelques pays de l'OCDE, en prenant une base 100 en 1985, première année disponible. Comme on va le voir, le choix du point initial est crucial. Sur une longue période, deux ensembles de pays se dégagent. L'Allemagne, la France, le Japon et les États-Unis suivent une tendance à peu près comparable, même si une inflexion apparaît au

**L'ALLEMAGNE, LA FRANCE, LE JAPON ET LES ÉTATS-UNIS SUIVENT UNE TENDANCE À PEU PRÈS COMPARABLE. POUR CE GROUPE, IL SEMBLE LARGEMENT EXAGÉRÉ DE PARLER DE STAGNATION SÉCULAIRE**

Japon après l'explosion de la bulle immobilière en 1990 (suite à la période des années 1980 qui était exceptionnelle). Pour ce groupe, il semble largement exagéré de parler de stagnation séculaire, même si on observe une baisse tendancielle et progressive de la productivité globale des facteurs dans l'après-guerre, baisse qu'a bien identifiée Robert Gordon. Certes, dans le cas de la France, la rupture de tendance de la PGF depuis la crise est avérée, avec un niveau identique en 2014 à celui de 2007, comme si aucun progrès technique n'avait eu lieu depuis sept ans. Au contraire, l'Allemagne et les États-Unis connaissent une hausse du progrès technique depuis 2007. Peut-on en conclure à un décrochage de la France ? Ce n'est pas le cas, car on sait que les mesures de la PGF ont du mal à tenir compte de l'activité économique. En phase de croissance molle, le taux d'utilisation des capacités de production diminue (taux d'utilisation du capital en particulier), ce qui donne l'impression que l'économie est moins productive car la production est moindre à facteurs de production inchangés [2]. Cet effet est partiellement mais pas totalement corrigé par les comptes nationaux. Eric Heyer et Xavier Timbeau [3] proposent une estimation du niveau d'activité potentiel de l'économie qui ne montre qu'un ralentissement modéré de la croissance potentielle.

Le temps plus long permet de mieux comparer les pays. La trajectoire de l'Espagne et de l'Italie est plus inquiétante. Le progrès technique semble reculer dans ces deux pays. La rupture de tendance intervient entre 1993 et 1995 pour

[2] Il est probable que le niveau d'activité ait un effet de long terme sur le potentiel productif et sur l'innovation. Cet effet est appelé « effet hystérèse » dans la littérature économique. Un article célèbre sur le sujet est « Hysteresis and the European Unemployment Problem », d'Olivier J. Blanchard et Lawrence H. Summers (*NBER Macroeconomics Annual*, vol. 1, 1986, pp. 15-78).

[3] Dans « Une évaluation semi-structurelle du potentiel d'activité pour la France », *Revue de l'OFCE* n° 142, 2015. Article disponible sur [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)



**IL SEMBLE QUE LE RALENTISSEMENT  
DE LA PRODUCTIVITÉ DANS LES PAYS  
DU SUD COMME L'ESPAGNE ET L'ITALIE  
SOIT LE RÉSULTAT D'UNE ENTRÉE  
MASSIVE DE CAPITAUX DEPUIS LE MILIEU  
DES ANNÉES 1990**

l'Espagne et entre 1993 et 2000 pour l'Italie. L'exemple de ces deux pays montre que le progrès technique peut effectivement s'arrêter, ce n'est pas une fiction des techno-pessimistes. Il y a des ordinateurs en Italie et en Espagne, des robots (en Italie plus qu'en France), des travailleurs très qualifiés et compétents, des entreprises très productives aussi. Pourtant, tout cela ne suffit pas à produire du progrès technique à l'échelle d'un pays. Plutôt qu'un débat général sur la stagnation séculaire, la bonne question semble être de comprendre ce qui s'est passé dans ces deux pays (mauvaise spécialisation sectorielle, mauvaise gestion lors de la convergence vers l'euro, existence de rentes de secteurs produisant des conservatismes, sclérose politique ?). A cet égard, des contributions récentes indiquent une piste intéressante qui pointe vers la mauvaise allocation du capital par les marchés financiers. En effet, il semble que le ralentissement de la productivité dans les pays du Sud comme l'Espagne et l'Italie soit le résultat d'une entrée massive de capitaux depuis le milieu des années 1990, ayant conduit à une baisse importante des taux d'intérêt. Cet afflux de capitaux n'a pas financé les entreprises les plus innovantes ou les plus productives, mais les entreprises les plus grosses ou ayant le plus facilement accès au crédit bancaire <sup>[4]</sup>. En d'autres termes, l'afflux de capitaux a conduit à une mauvaise allocation du capital préjudiciable à la croissance. Cette causalité doit changer notre vision du lien entre finance et croissance : il faut financer les entreprises, mais aussi limiter les variations brutales à la hausse et à la baisse des conditions de financement, car un afflux brutal de capitaux peut être déstabilisateur pour le tissu productif.

La diversité des trajectoires européennes suggère que ce qui est en jeu est la capacité des économies à générer et utiliser le progrès technique que l'on peut observer chez d'autres. A cet égard, il est intéressant de se pencher sur le cas américain. On compare trop souvent les Etats-Unis aux autres pays, alors qu'il faudrait les confronter avec l'ensemble de la zone euro, du fait de leurs tailles comparables. Les Etats-Unis sont composés d'Etats très différents, ayant suivi des trajectoires diverses en termes de progrès technique. Certains Etats sont producteurs de nouvelles technologies, d'autres consomma-

[4] Voir les travaux de Gita Gopinath, par exemple « Capital Allocation and Productivity in South Europe » (Document de travail du NBER n° 21453).

teurs, d'autres ni l'un ni l'autre. L'analyse comparative des trajectoires des États américains est réalisée dans un document de travail récent du Fonds monétaire international (FMI) [5]. Ce travail établit certes un ralentissement général du progrès technique depuis la moitié des années 2000 (soit avant la grande récession de 2008), mais la comparaison des différents États indique que les performances des systèmes éducatifs et les dépenses en R & D des entreprises (qui mesurent l'absorption des nouvelles technologies par les entreprises selon les auteurs) suffisent à expliquer le ralentissement de la croissance. Le rythme du progrès technique estimé en tenant compte de ces facteurs ne montre pas de décroissance depuis la moitié des années 1990.

Cette approche peut paraître encore trop générale. Un troisième et dernier niveau d'analyse concerne les entreprises elles-mêmes. Un travail récent de l'OCDE [6] compare le rythme de progrès technique des 100 entreprises les plus productives de chaque secteur au niveau des pays de l'OCDE par rapport aux autres entreprises, pour la période de 2000 à 2009. Cette étude n'indique pas de ralentissement du rythme du progrès technique des entreprises les plus productives, mais plutôt une augmentation de l'hétérogénéité du rythme de la PGF au sein des entreprises.

Deux leçons peuvent être tirées de ce détour technologique. On assiste certes à un ralentissement progressif de la productivité globale des facteurs sur très longue période. Cependant, ce que l'on observe sur la période récente n'est pas un ralentissement brutal du progrès technique, mais une difficulté de certaines économies ou entreprises à incorporer les nouvelles formes. Pour l'Europe, le problème principal n'est pas le ralentissement du progrès technique mais la spectaculaire divergence des quatre plus grands pays de la zone euro (France, Allemagne, Espagne et Italie), qui représentent, rappelons-le, près 70 % du PIB de la zone.

## Un excès d'épargne

Le ralentissement de la croissance mondiale en général et de l'économie française en particulier n'est donc pas le résultat d'un ralentissement du rythme du progrès technique. Ce qui est en jeu, c'est la difficulté des économies à transformer les technologies (ainsi que les compétences des travailleurs) en

[5] « U.S. Total Factor Productivity Slowdown: Evidence from the U.S. States », par Roberto Cardarelli et Lusine Lusinyan, *IMF Working paper*, mai 2015.

[6] « Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy: Micro Evidence from OECD Countries », par Dan Andrews, Chiara Criscuolo et Peter N. Gal, OCDE, 2015.



**LA STAGNATION SÉCULAIRE EST LE NOM  
DONNÉ AUX DIFFICULTÉS DES ÉCONOMIES  
DE MARCHÉ FACE À UNE HAUSSE GÉNÉRALE  
DES TAUX D'ÉPARGNE. RESTE À SAVOIR D'OÙ  
PROVIENNENT CES DIFFICULTÉS ET COMMENT  
LES SURMONTER**

croissance. L'analyse macroéconomique commence là. Que s'est-il passé après la crise de 2008 qui réduit la capacité des économies de marché à utiliser les facteurs de production, c'est-à-dire à offrir des emplois aux travailleurs et à incorporer les nouvelles technologies dans les stocks de capital ?

Larry Summers <sup>[7]</sup> a réintroduit dans le débat économique le terme de stagnation séculaire, qui a fait florès. L'idée est assez simple. On assiste depuis 2008 à une volonté de désendettement des ménages américains et de certains pays européens. Le résultat est une hausse du taux d'épargne mondiale et une recherche d'actifs peu risqués dans un monde où l'incertitude est grande. Cette épargne nouvelle entraîne une baisse des taux d'intérêt, une baisse de la demande et des pressions déflationnistes. Ces mécanismes économiques sont connus : il s'agit

d'un choc de demande négatif au niveau mondial. L'intérêt de l'analyse de Summers est dans le qualificatif de « séculaire ». Ce choc de demande pourrait produire un nouvel équilibre où la faible croissance, de provisoire, deviendrait durable. Autrement dit, les effets de court terme deviendraient permanents : du keynésianisme de long terme, en quelque sorte.

Ainsi, la définition se précise : la stagnation séculaire est le nom donné aux difficultés des économies de marché face à une hausse générale des taux d'épargne. Si le diagnostic est maintenant bien posé, la question principale reste sans réponse : d'où proviennent ces difficultés et comment les surmonter ? On peut identifier deux approches de ces questions, la première peut être qualifiée de « wicksellienne », la seconde de « keynésienne ».

L'approche wicksellienne donne un rôle essentiel au taux d'intérêt réel et aux contraintes qui pèsent sur la politique monétaire. Dans cette vision inspirée par l'économiste suédois Knut Wicksell, le déterminant essentiel du choix de consommation est la rémunération réelle de l'épargne (c'est-à-dire corrigée des taux d'inflation) et celui de l'investissement des entreprises est le coût réel du capital, par exemple le coût des crédits, qui est aussi un taux d'intérêt réel. Ainsi, la baisse du

[7] Voir « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », par Lawrence H. Summers, *Business Economics*, vol. 49, n° 2, National Association for Business Economics, 2014.

taux d'intérêt réel permet de stimuler la demande à la fois en réduisant l'incitation à épargner et en stimulant l'investissement. C'est normalement le rôle de la banque centrale d'agir sur les taux d'intérêt réels. Le taux d'intérêt réel susceptible de faire repartir la demande de manière adéquate est appelé le taux d'intérêt naturel et donne lieu à des tentatives d'estimation dans les banques centrales [8]. Cependant, la politique monétaire est aujourd'hui contrainte par la borne zéro des taux d'intérêt nominaux [9]. Dès lors, la banque centrale ne peut faire décroître le taux d'intérêt réel. L'excès d'épargne génère des pressions déflationnistes, qui aggravent le problème. Pour résumer cette approche wicksellienne, la croissance faible s'explique par l'impossibilité des banques centrales à atteindre le taux d'intérêt naturel du fait de la borne zéro des taux d'intérêt et des pressions déflationnistes.

Dans un tel cadre, le déficit de demande peut devenir permanent si l'économie fait face à des rigidités nominales importantes. Par exemple, si les salaires nominaux ne baissent pas (ce que l'on observe dans tous les pays pour les salariés conservant leur poste), alors l'économie peut rester dans une trappe à sous-emploi, en stagnation séculaire. Mais, à l'inverse, la baisse des salaires ou l'augmentation de la productivité peut aussi avoir des effets négatifs, en déprimant la demande et en renforçant les pressions déflationnistes.

L'approche keynésienne donne un rôle moins central au taux d'intérêt réel et se concentre directement sur la demande agrégée. Elle explique l'impuissance de la politique monétaire autant par la trappe à liquidité [10] que par la moindre réaction des choix de consommation et d'investissement au taux d'intérêt. En effet, en période de récession, l'incertitude, la prudence et la constitution d'une épargne de précaution sont telles que la simple modification des taux d'intérêt de quelques pour cent ne suffit pas à relancer la demande. Une action plus directe sur le marché des biens par l'investissement public ou par le soutien à la consommation des ménages est la seule issue.

Si les deux approches diffèrent sur l'équilibre entre politique monétaire et budgétaire, les deux visent à augmenter la demande et l'inflation. Pour les wickselliens, l'inflation diminue le taux d'intérêt réel. Pour les keynésiens, elle tend à

**[8]** Voir article de Michel Aglietta et Natacha Valla, page 8 de ce numéro.

**[9]** L'existence de la monnaie rend impossible celle de taux d'intérêt nominaux très négatifs. De tels taux impliquent de taxer la monnaie. Mais les acteurs économiques pourraient alors choisir de ne conserver que des billets et des pièces, que l'on ne peut taxer. On observe cependant actuellement des taux d'intérêt nominaux négatifs. Ils doivent être interprétés comme de la location de coffres-forts dans une période de très forte incertitude. Il existe une littérature qui essaie de penser comment rendre possibles des taux très négatifs.

**[10]** Situation dans laquelle le taux d'intérêt est tellement faible que même si la banque centrale augmente l'offre de monnaie, les agents préfèrent détenir du liquide plutôt que d'acheter des titres.



transférer de la richesse des ménages au patrimoine élevé vers les ménages endettés, qui ont une propension à consommer plus importante <sup>[11]</sup>.

### Comment relancer la demande ?

La stagnation séculaire est donc le nom donné à la difficulté d'augmenter transitoirement la demande et l'inflation. Or il existe quatre manières principales d'augmenter la demande.

La première est le soutien à la consommation des ménages, politique souvent qualifiée de keynésienne (ce qui me semble plus que réducteur : caricatural). Une manière de soutenir la demande est de baisser les impôts sur les ménages ayant les propensions à consommer les plus élevées en creusant les déficits publics ou (à déficit public constant) en augmentant les impôts sur les ménages ayant les propensions à consommer les plus faibles. Cette dernière solution suppose un accord politique pour faire évoluer la fiscalité (dont l'acceptabilité dépend d'une conception implicite de la justice sociale) vers une plus grande efficacité macroéconomique. Elle demande une adhésion collective fondée sur un diagnostic partagé. La confusion du débat français montre, par exemple, la difficulté à se mettre d'accord sur un diagnostic adéquat. La relance par la consommation des ménages pose également un problème en économie ouverte. Si l'accroissement de la consommation est satisfait par des biens ou services importés, ce sont les autres pays qui profitent de la relance de la demande. Du fait de l'intégration des économies européennes, une telle relance serait plus efficace si elle était menée au niveau de la zone euro. Mais se pose alors le redoutable problème de la coordination européenne.

Pour bien comprendre l'ampleur de ce problème, il suffit d'observer que la plus grande économie de la zone euro, l'Allemagne, loin de s'engager dans une politique de soutien à sa demande nationale (qui a très peu crû dans la dernière décennie), mène au contraire une politique inédite, opposée à celle des autres grands pays, de réduction rapide de sa dette publique. Alors que les dettes publiques de la France et de l'Allemagne étaient comparables en 2010, celle de l'Allemagne était inférieure à 75 % du PIB en 2014, quand celle de la France culminait autour de 97 % du PIB. Jamais depuis l'après-guerre la différence des dettes publiques n'a été

[11] Voir « Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth », par Matthias Doepke et Martin Schneider, *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6, 2006.



aussi élevée. Cet écart est porteur de divergences politiques inquiétantes. En effet, un pays fortement endetté, comme la France, aura tendance à privilégier un taux d'intérêt réel faible pour diminuer les charges de la dette, contrairement à un pays moins endetté et à la population vieillissante, comme l'Allemagne.

La seconde manière d'augmenter la demande est le soutien à l'investissement des entreprises, avec un double objectif : accroître la demande et donc l'activité économique à court terme et, à plus long terme, moderniser l'appareil productif. A la fois politique de l'offre et de la demande, le soutien à l'investissement est aujourd'hui un point de compromis au niveau français (autour du rapport Gallois) et européen (le plan Juncker). Mais, au fait, comment augmenter l'investissement des entreprises ? L'analyse de Mathieu Plane et Bruno Ducoudré <sup>[12]</sup> montre qu'à court terme, l'investissement des entreprises est déterminé par la demande et, à plus long terme (cinq ans), par le taux de marge, c'est-à-dire la rentabilité des investissements. Si, pour stimuler l'investissement privé, il faut d'abord accroître la demande, force est de reconnaître que le problème n'est pas résolu... Par ailleurs, l'effet d'une relance de l'investissement ne sera important que si les entreprises achètent les biens ou services du pays. Là encore, la question de la coordination européenne est centrale.

La troisième façon de soutenir la demande est de relancer l'investissement public. Là encore, l'objectif est à la fois de stimuler l'activité économique à court terme et de moderniser les infrastructures à fortes externalités favorables à la croissance à long terme, comme les transports permettant de connecter les bassins d'emploi ou les infrastructures de communication très haut débit. L'investissement visant à faciliter la transition énergétique et à réduire les émissions de gaz à effet de serre ouvre aussi un champ considérable <sup>[13]</sup>. Ces investissements ont un rendement social élevé, alors que le coût de l'endettement public est très faible car les taux d'intérêt sont bas du fait d'un excès d'épargne. Si le secteur privé n'est pas capable d'absorber cet excès d'épargne, le secteur public peut le faire, non pas en creusant les déficits

### L'EFFET D'UNE RELANCE DE L'INVESTISSEMENT NE SERA IMPORTANT QUE SI LES ENTREPRISES ACHÈTENT LES BIENS OU SERVICES DU PAYS CONCERNÉ. LÀ ENCORE, LA QUESTION DE LA COORDINATION EUROPÉENNE EST CENTRALE

**[12]** Dans « Les demandes de facteurs de production en France. Estimation et analyse des effets de la crise », *Revue de l'OFCE* n° 142, septembre 2015.

**[13]** Voir « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », par Michel Aglietta, Etienne Espagne et Baptiste Perrissin Fabert (*Note d'analyse de France Stratégie*, février 2015), ainsi que les propositions détaillées du chapitre 4 de l'*Independent Annual Growth Survey (IAGS) 2015* (décembre 2014) : « Green the Union: an Investment Strategy towards a Sustainable European Union ».



publics pour financer des frais de fonctionnement, mais en investissant dans la modernisation du pays. Encore faut-il que les pays puissent s'endetter. Là encore, l'Allemagne le pourrait et y aurait intérêt : les travaux de Marcel Fratzscher <sup>[14]</sup>, du Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), insistent sur le déficit d'investissement public en Allemagne. A ce jour, ces injonctions restent lettre morte. Il est vrai qu'un pays proche du plein-emploi perçoit moins la nécessité de relancer la demande : l'hétérogénéité des taux de chômage au sein de la zone euro, et notamment entre la France et l'Allemagne, conduit à des agendas politiques très différents.

### La difficulté européenne : faire reconverger l'Europe

Une dernière voie consiste à augmenter la demande des produits nationaux par le reste du monde. Le nom donné à cette

politique est « compétitivité ». De manière évidente, cette politique est peu coopérative et consiste à prendre des parts de marché aux autres pays ou, en d'autres termes, à exporter son chômage. Nous touchons ici le cœur du problème européen qui est la divergence des

balances courantes entre les pays. Le solde de la balance courante allemande approche les 8 % du PIB, alors que la France est maintenant un des rares grands pays européens à avoir une balance courante négative. Au regard des textes européens, l'excédent allemand constitue un déséquilibre économique « excessif ». Or une cause majeure de ce déséquilibre <sup>[15]</sup> est la modération salariale qui a prévalu outre-Rhin depuis la seconde moitié des années 1990 et qui explique un accroissement de près de 2 points du taux de chômage en France.

Face à la divergence des coûts économiques en zone euro, les pays en déficit extérieur sont enjoint de baisser les salaires. Ces politiques sont dangereuses, car elles conduisent à de massives pressions déflationnistes – exactement ce qu'il faut éviter. De manière évidente, une hausse des salaires dans les pays en surplus au sein de la zone euro, comme l'Allemagne, aurait eu le même effet rééquilibrant <sup>[16]</sup>. Malheureusement, le rééquilibrage européen se fait par une politique entretenant une croissance anémiée, qui ne touche pas direc-

#### FACE À LA DIVERGENCE DES COÛTS

**ÉCONOMIQUES EN ZONE EURO, LES PAYS EN DÉFICIT EXTÉRIEUR SONT ENJOINTS DE BAISSER LES SALAIRES. LE RÉÉQUILIBRAGE EUROPÉEN SE FAIT PAR UNE POLITIQUE ENTREtenant UNE CROISSANCE ANÉMIÉE**

[14] Voir *Die Deutschland-Illusion. Warum wir unsere Wirtschaft überschätzen und Europa brauchen*, Hanser, 2014.

[15] Sur les causes et les conséquences des déséquilibres allemands, voir « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », par Mathilde Le Moigne et Xavier Ragot, *Revue de l'OFCE* n° 142, septembre 2015.

[16] Voir « Pour une politique macroéconomique d'ensemble en zone euro », par Agnès Bénassy-Quéré et Xavier Ragot, *Note du Conseil d'analyse économique* n° 21, mars 2015.

tement les pays exportateurs, plus sensibles à la conjoncture internationale qu'europpéenne.

Pour résumer, l'Europe fait face à un problème d'offre et à un problème de demande. Comme aux États-Unis, le problème de demande est la hausse simultanée des taux d'épargne. Le problème d'offre est la divergence des productivités globales des facteurs et des coûts du travail en Europe.

### Conclusion : un déficit politique

La stagnation séculaire est donc une croissance molle résultant de la difficulté des économies de marché à absorber de larges chocs de demande négatifs. La réponse est un soutien à la demande et à l'inflation. Si le débat sur la stagnation séculaire provient des États-Unis, la croissance molle et les tensions déflationnistes concernent essentiellement l'Europe, comme le rappelle le FMI avec insistance.



#### Créer de la monnaie : pour qui ?

La forme souhaitable d'une création monétaire massive est aujourd'hui l'objet de vifs débats. En effet, les politiques dites de « *quantitative easing* » (QE) actuelles prennent la forme de rachats de certains titres financiers, comme la dette publique, par création monétaire. Elles injectent donc de la monnaie d'abord sur les marchés financiers, dans l'espoir de percevoir ensuite des effets sur l'économie réelle – via la baisse des taux d'intérêt de court terme, ou de plus long terme. Mais cette forme de création monétaire fait craindre la création de bulles ou de fortes turbulences financières. En effet, une politique monétaire expansionniste contribue à augmenter les risques pris par les institutions financières et à réduire les primes de risque [1]. Si cet effet est souhaitable à dose réduite (il peut contribuer à relancer l'activité entrepreneuriale), il peut être très fortement déstabilisant à forte dose : des quantités importantes de liquidités se déplaçant rapidement d'un pays à l'autre, à la recherche de rendements élevés, peuvent avoir des effets très déstabilisateurs. Ces effets négatifs, et l'effet positif trop modeste du *quantitative easing* sur l'économie réelle, amènent à rechercher d'autres

formes de création monétaire susceptibles de relancer l'inflation. La solution souhaitable – mais ô combien hétérodoxe ! – consiste à imprimer de l'argent pour envoyer un chèque aux ménages des pays. Cette forme de création monétaire, baptisée « monnaie hélicoptère », a d'abord été une fable théorique avancée par Milton Friedman et est maintenant largement discutée [2]. Une telle politique monétaire génère des effets redistributifs du fait de l'inflation induite, mais ceux-ci sont seulement indirects car la banque centrale distribue un somme d'argent identique à chaque ménage. Une telle forme de politique monétaire est une innovation. De ce fait, il faut convaincre les banquiers centraux que les risques inflationnistes sont maîtrisés.

[1] Voir, par exemple, la revue de littérature proposée par Edouard Challe, Benoît Mojon et Xavier Ragot dans « Equilibrium Risk Shifting and Interest Rate in an Opaque Financial System », *European Economic Review*, vol. 63, pp. 117-133, 2013.

[2] La BCE pourrait par exemple créer de la monnaie en envoyant un chèque aux ménages. Cette politique de création monétaire n'est pas aussi farfelue qu'elle en a l'air, voir « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always », par Willem H. Buiter, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal* n° 2014-28, 2014.

Il n'est pas difficile sur le papier de définir une politique européenne de soutien à la demande qui n'augmente pas dangereusement les dettes publiques et qui contribue à créer de l'inflation. Le macroéconomiste peut facilement avancer une politique susceptible de relancer l'activité économique : politique monétaire de soutien à la consommation par « monnaie hélicoptère » et relance de l'investissement public par endettement à taux faible avec émission d'une dette européenne rachetée par la banque centrale, par exemple. En Europe, une politique de relance de l'investissement public et de soutien à l'investissement privé des pays du Sud favoriserait la convergence européenne.

Cependant, où que l'on tourne le regard, les divergences d'intérêts entre les pays européens surgissent. Elles se doublent de divergences au sein de chaque pays. C'est le rôle du politique que de dégager un intérêt général, en faisant une synthèse des intérêts particuliers, au besoin en choisissant entre des intérêts contradictoires à court terme. Il faut pour cela des institutions politiques

**QUELLE INSTITUTION PEUT AUJOURD'HUI  
CHOISIR LES INTÉRÊTS DES JEUNES  
ESPAGNOLS PAUVRES FACE AUX VIEUX  
FRANÇAIS OU ALLEMANDS RICHES ?**

capables d'interventions massives générant des effets redistributifs importants. Mais quelle institution peut aujourd'hui choisir les intérêts des jeunes Espagnols pauvres face aux vieux Français ou Allemands riches ? Les divergences économiques accroissent considérablement la difficulté politique d'une synthèse entre des pays au plein-emploi massivement exportateurs comme l'Allemagne et des pays subissant un chômage élevé et un progrès technique ralenti comme l'Espagne. Au-delà de la technicité des options possibles, seul un projet européen commun peut faire accepter les compromis nécessaires. La stagnation séculaire est l'autre nom du déficit politique européen. ■