

# **STAGNATION SÉCULAIRE, BASSE INFLATION, MONTÉE DES DETTES**

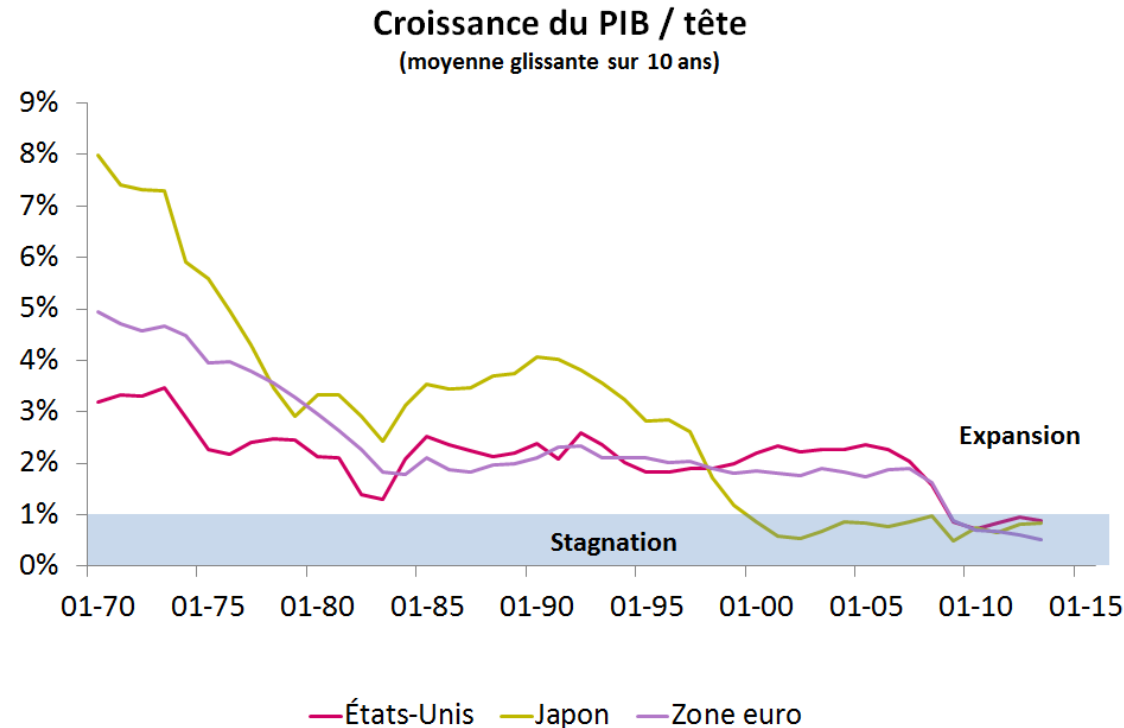
*Michel Aglietta*

Cepii et France Stratégie

# **Logique macro**

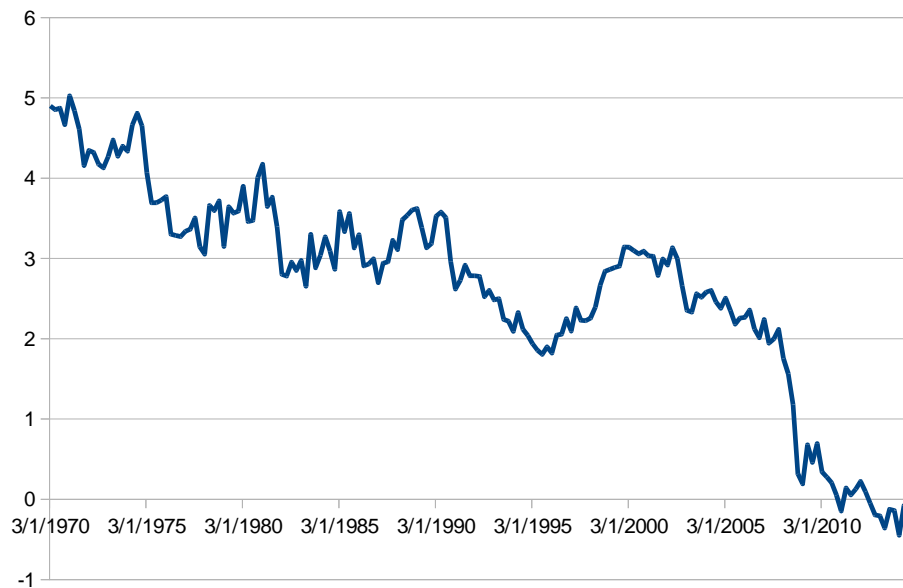
# Caractériser la stagnation prolongée

- *Définition théorique*: la stagnation séculaire est une configuration macro où l'équilibre épargne/investissement au plein emploi n'est pas atteint parce que le taux d'intérêt naturel  $\leq 0$  est  $>$  taux réel de base du marché financier en dépit de l'action de la banque centrale, bloquée par la barrière de taux nominal 0.
- *Définition empirique*: une période prolongée où l'évolution tendancielle du PIB par ha (g) est:  $0 < g < 1\%$ . C'est le cas des 3 grandes zones de l'OCDE: Japon depuis 1998, US et Europe depuis 2008. Seuls les US sont à la limite grâce à un output gap  $> 0$  depuis 2014.

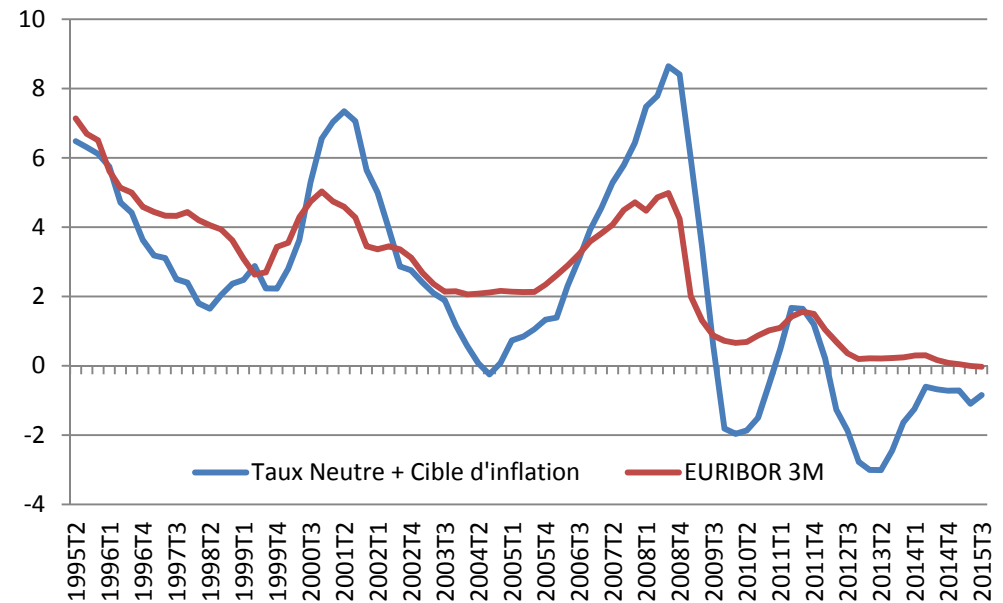


# Baisse tendancielle du taux d'intérêt naturel: le taux d'intérêt naturel qui ajuste tendanciuellement la demande d'investissement au niveau compatible avec le PIB potentiel s'est effondré après la crise et ne s'est jamais redressé

- Estimation Fed du taux naturel US (Laubach et Williams)



- Estimation BCE du taux naturel ZE

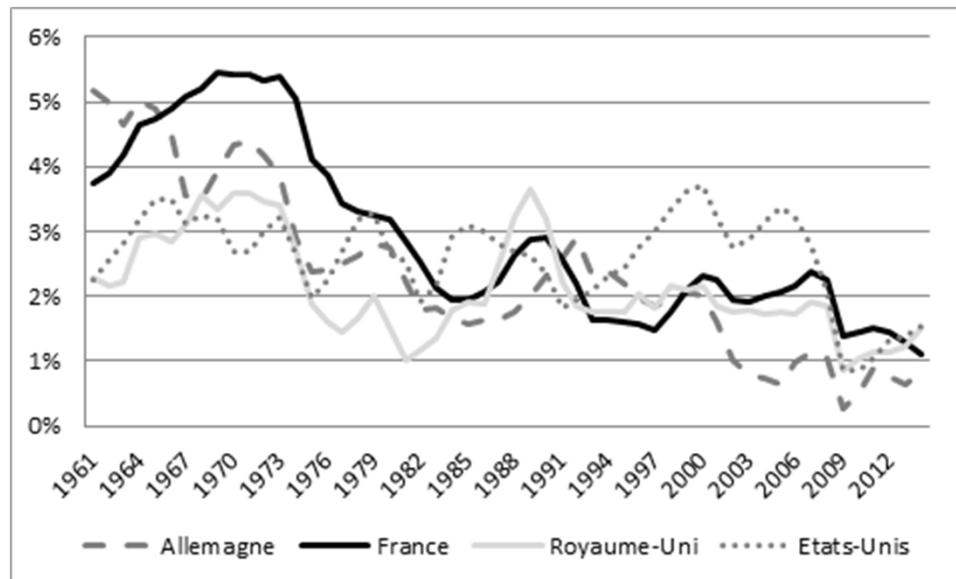


## Quels déterminants de la baisse du taux d'intérêt naturel?

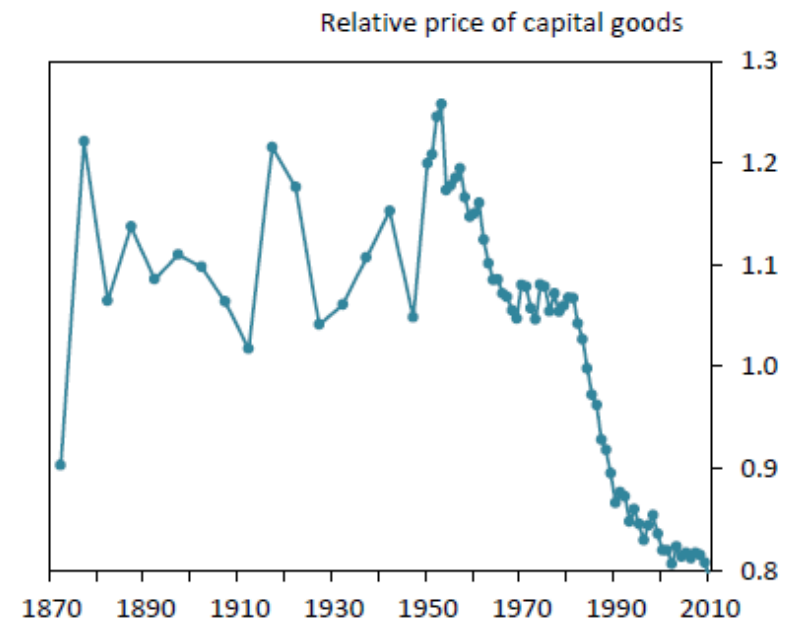
- Sous conditions d'équilibre concurrentiel:
  - Taux naturel = Taux de rendement marginal net du capital = taux de rendement brut - taux de dépréciation ± Gains/ pertes réelles en capital
  - Taux de rendement brut = (Invest brut/capital) = (Invest/VA)(VA/capital)
  - Gains/pertes réels =  $\Delta(\text{prix des biens capitaux}) - \Delta(\text{prix VA})$
- Le taux d'intérêt naturel  $\approx$  taux de rendement marginal net du capital  $\downarrow$  avec :
  - Taux d'investissement  $\downarrow$
  - VA/Stock de capital  $\downarrow$
  - Taux de dépréciation  $\uparrow$  pour absorber les pertes dues à la crise
  - Prix relatif de l'investissement  $\downarrow$
- Après la crise tous les facteurs ont contribué à la chute.
- A long terme en regroupant les facteurs persistants:
  - Taux naturel  $\approx$  taux d'accumulation net en volume +  $\Delta$  (prix relatif du capital)
- Si coût du capital  $>$  taux naturel, *la croissance faible est auto-entretenu*

# Baisse du taux d'accumulation et du prix relatif du capital dans les pays avancés

- Evolution du taux d'accumulation nette du capital  $\Delta K/K$  (%)



- Effondrement du prix relatif du capital « réel » avec la globalisation financière



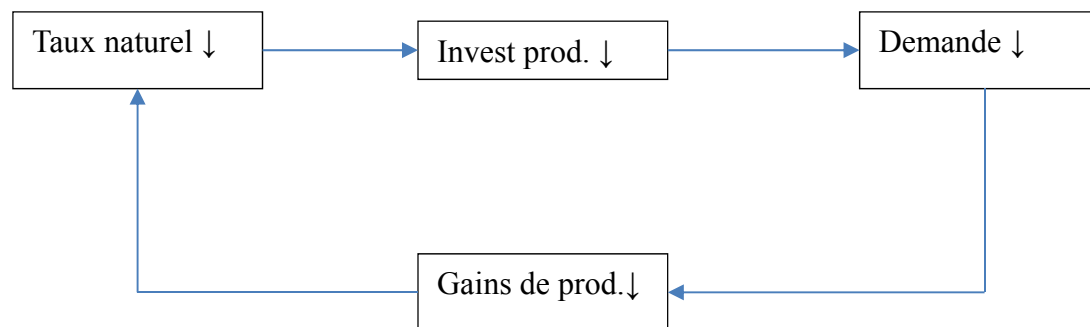
Source: [Eichengreen \(2015\)](#).

Note: Data show the relative price of capital goods compared with consumption goods for 11-now advanced countries.

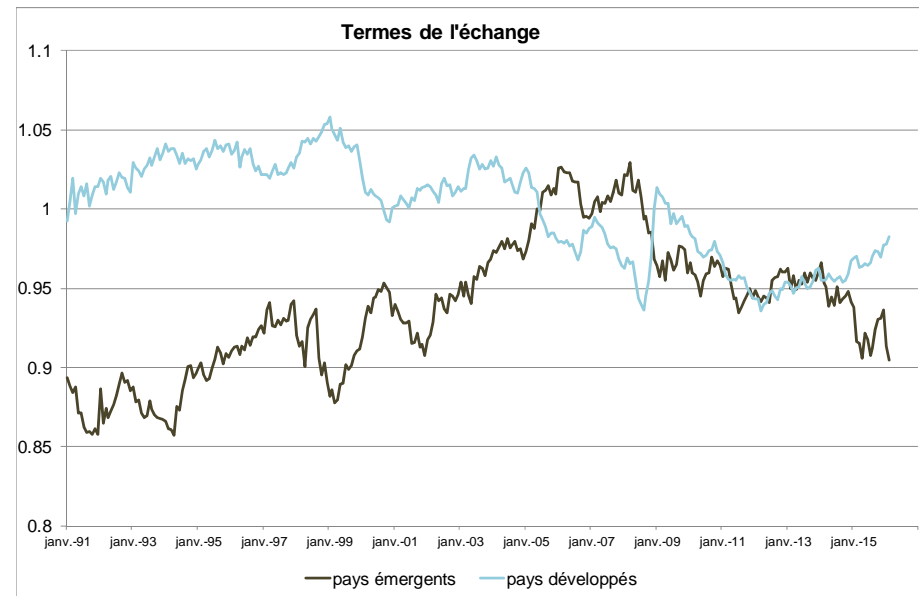
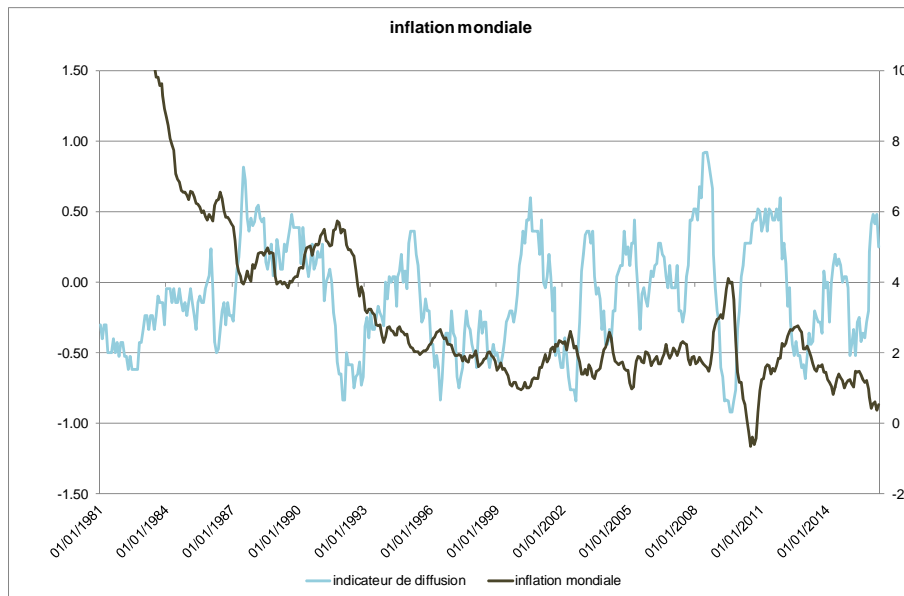
- Source : T. Auvray, T. Dallery et S. Rigot (2016), *l'entreprise liquidée*, Michalon, chap.2, figure 12, à paraître, mars .

## Conséquences: un processus auto-entretenu de croissance basse due à la faiblesse de l'investissement productif

- L'investissement productif agrégé cumulé des pays avancés était 25% en dessous du niveau qu'il aurait dû avoir si les économies avaient effacé l'impact de la crise financière et récupéré la tendance d'avant-crise (FMI, WEO avril 2015).
- Le fléchissement de l'investissement productif est dû pour 80% au fléchissement tendanciel de la demande et pour le reste à des contraintes de crédit subies par des PME dans certains pays.
- Le cercle vicieux de la stagnation séculaire:



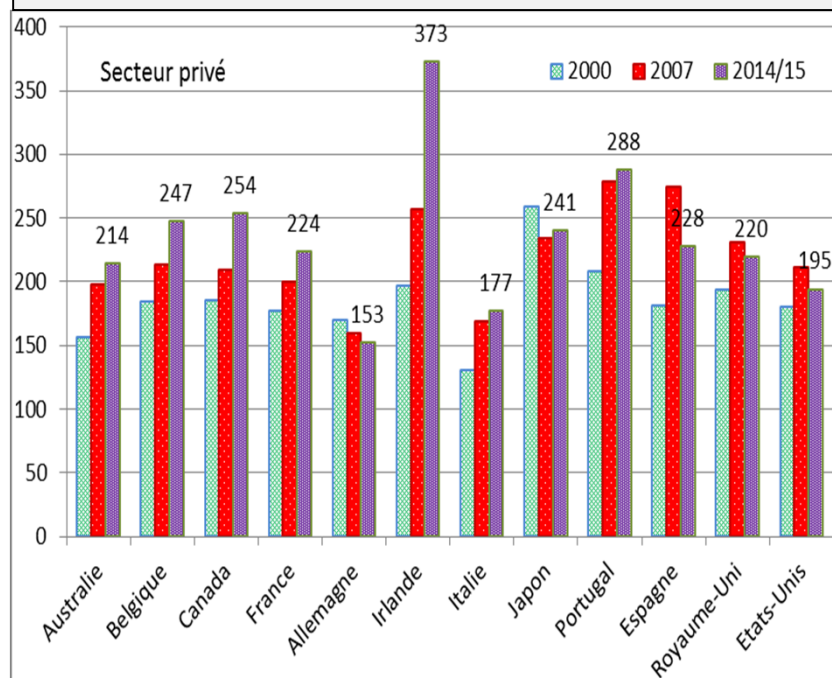
# La baisse de l'inflation mondiale et la dégradation des termes de l'échange des émergents généralisent l'affaiblissement de la croissance mondiale



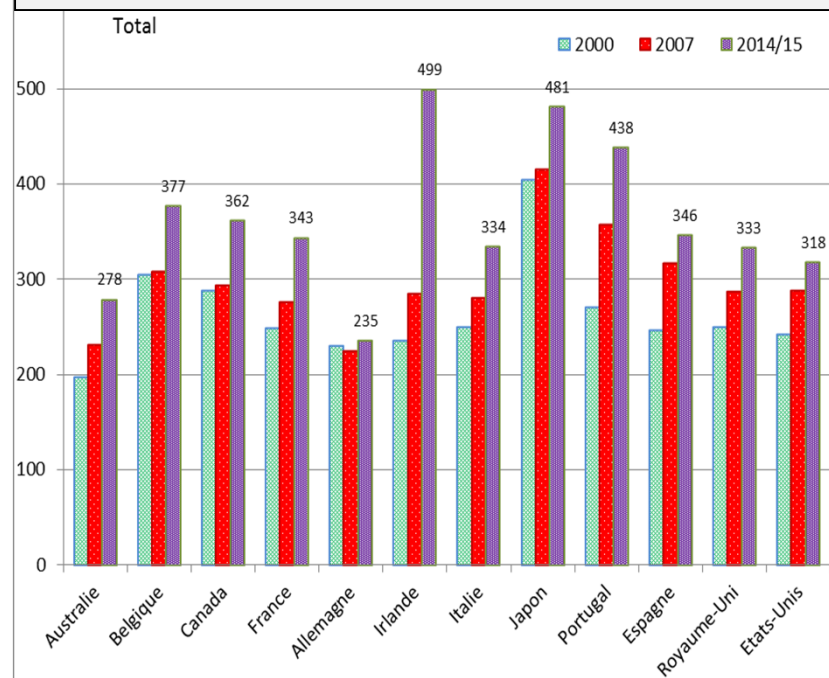


**Pays avancés:** stabilisation de la dette privée à haut niveau dans quelques pays ayant subi un fort désendettement des ménages, au prix d'une montée inexorable de la dette totale (Allemagne exceptée)

Dette du secteur privé non financier  
en % du PIB, source OCDE

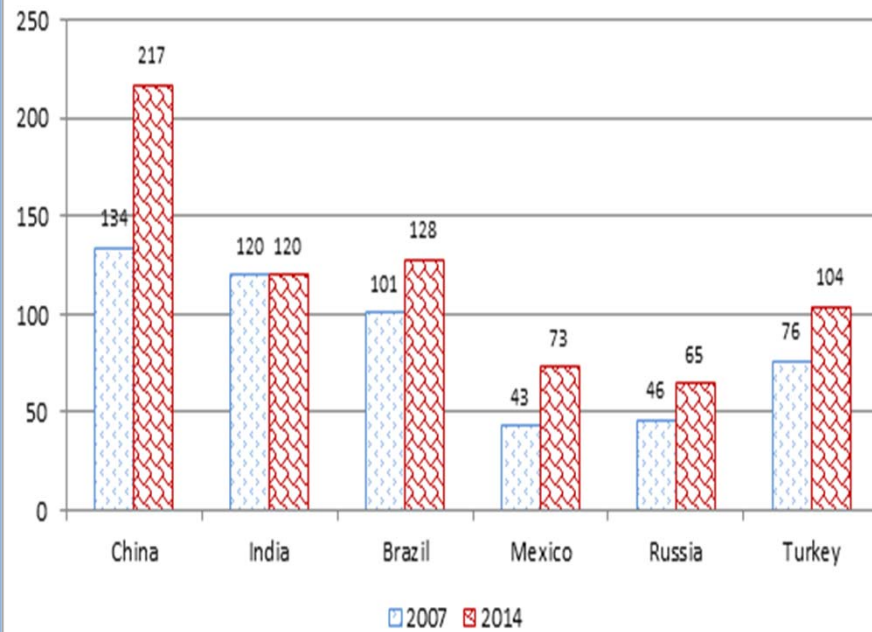


Dette totale des agents non financiers,  
privés et publics en % du PIB, source OCDE

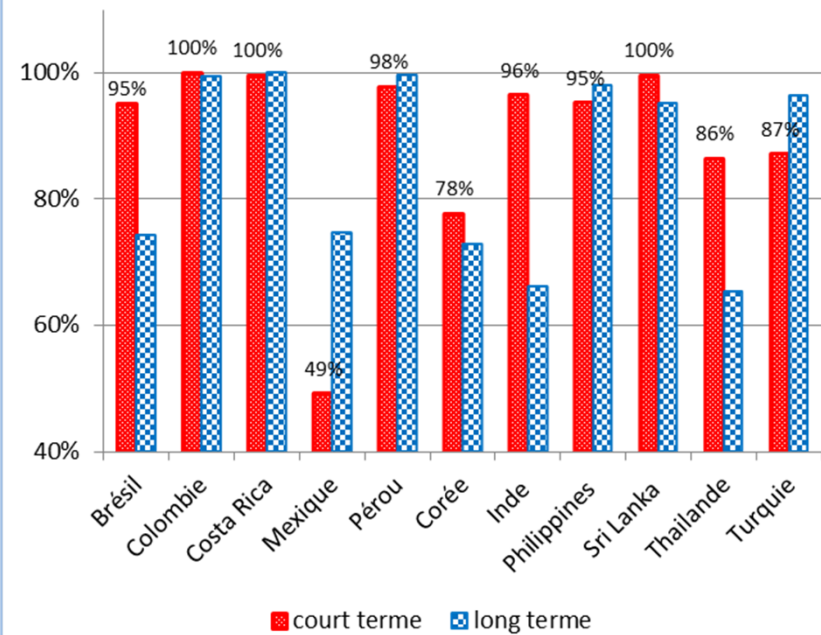


**Pays émergents:** progression générale de la dette totale (Inde exceptée), de la dette extérieure et ampleur de la dette en devises dans la dette extérieure (hormis la Chine). La fragilité est max dans les pays à forte dette en \$ à CT

Dette totale des agents non financiers, privés et publics, en % du PIB



Part de la dette en devises dans la dette extérieure brute, fin 2015



## Quels sont les nouveaux symptômes de vulnérabilité?

- *Généralisation aux pays émergents de la logique financière qui a mené à la crise:*
  - Fed QE injecte \$4trn liquidités → cascade de leviers par carry trade: \$7trn financent entreprises émergentes (crédits + obliqs) à partir de 2009.
  - Dette totale pays émergents > dette des pays avancés avant la crise financière. FMI estime \$3trn de surendettement corporate. Niveau alarmant parce que la rentabilité ↓ avec déflation des prix à la production liée à la stagnation séculaire: *excès d'offre en Asie et défaut de demande en Europe.*
- *Détérioration des conditions de crédit:*
  - Mismatch d'échéances lorsque les prêteurs initiaux retirent leurs capitaux avec \$ ↑ → chaîne de risques de contreparties parce que des capitaux espérés liquides en collatéraux des prêts (ETFs) ne le sont plus lorsque leur valeur de marché ↓.
  - Flux sortants → ↑ coûts et détérioration des conditions d'emprunt en émergents → ↓ devises/\$ → ↑ taux d'intérêt → ↑ mismatch sur dettes en \$ et ↑ coût des dettes en monnaie nationale
- *Instabilité dans les marchés d'actifs:*
  - Corrélation instantanée élevée dans les marchés d'actifs entre US Europe et émergents: 70% contre 80% au paroxysme de la crise et 35% en moyenne sur 1997-2007
  - A cause de surliquidités, concentration et interconnexion de l'*asset management*, manque de *market making* (banques d'invest – actives) et usage immodéré des dérivés.

## Pression sur la rentabilité et rétrécissement des stratégies de diversification des portefeuilles

- Pression sur la rentabilité lorsque la base d'actifs sûrs a des rendements qui ne couvrent pas les coûts des engagements contractuels garantis.
- La recherche de rendement devient dangereuse avec les nouvelles vulnérabilités : très fortes corrélations des mouvements dans les actions, les obligations « high yield » et les contrats matières premières
- L'aplatissement de la courbe des rendements érode la rentabilité des banques qui font de la « transformation » d'échéances. En effet, la barrière de taux, liée à la nature même de la liquidité ultime qui est le cash pose pb à la gestion des réserves:
  - La sécurité des dépôts à la banque centrale se paye d'un coût imposé par le taux  $\min < 0$
  - Le « market making » est rendu plus difficile par la hausse de l'incertitude des marchés et les contraintes réglementaires de Bâle III
  - Le management financier est contraint par la réduction des possibilités de la gestion diversifiée avec la remontée des corrélations.

**Quelques réflexions « philosophiques »:**

**comprendre le paradoxe du labeur et le paradoxe de la vertu**

## Démographie, inégalités de répartition et stagnation séculaire

- Modèle à générations imbriquées où la pop cesse de croître, les inégalités augmentent et les conditions de crédit se durcissent:
  - Le vieillissement de la pop → ↑ offre relative d'épargne
  - Les conditions + serrées du crédit → ↓ demande de prêts dans la pop jeune
  - ↑ inégalités dans et entre les générations → ↓ propensité à dépenser
- Dans le modèle OLG, où la demande de crédit des jeunes est contrainte, le taux d'intérêt naturel à l'équilibre dépend des valeurs relatives offre d'épargne/ demande de prêts peut être  $< 0$  en permanence.
- Une pression à se désendetter, due au retournement du cycle financier → ↓ taux réel. Au lieu d'être temporaire, le taux d'intérêt naturel  $< 0$  peut devenir permanent parce que la structure démo → déplacement relatif: endettement → épargne dans le cycle de vie:
  - Les emprunteurs jeunes qui prennent – de dette auront une capacité d'épargne accrue aux âges intermédiaires car – de dettes à rembourser.
  - La ↓ du taux naturel s'entretient par l'offre d'épargne + élevé dans l'avenir. Si la BC est contrainte par la barrière de taux, croissance impossible.
- A prix flexible, *paradoxe du travail* (Eggertsson) d'autant + que les salaires sont flexibles et font reculer l'inflation.

## Le taux d'actualisation et le paradoxe des taux à long terme $\approx 0$

- Dans l'analyse coûts avantages traditionnelle le facteur d'actualisation est le prix fictif retenu pour actualiser les coûts et avantages futurs. Le taux d'actualisation économique associé est le taux de chute du facteur d'actualisation dans le temps.
- En concurrence parfaite, le taux d'actualisation éco est égal au taux de rendement net du capital = taux d'intérêt des actifs sans risque de crédit → taux  $\approx 0$  devrait favoriser les investissements à LT
- Selon Stern la faible substituabilité des services env/ conso privée implique un taux d'actualisation « écologique »  $\approx 0$  pour l'invest en biens capitaux qui les produisent.
- Mais les taux actuels expriment la paralysie des marchés financiers, non pas une très faible préférence pour le présent. Ils expriment la préférence quasi-absolue pour la liquidité: *paradoxe de la vertu* (Keynes) → pas de sortie de crise sans:
  - Affirmation d'une puissance publique comme investisseur en dernier ressort
  - Transformation de la finance

# Le piège de la liquidité, la tragédie des horizons et les principes d'organisation de la finance

## Globalisation financière par marchés, Consensus de Washington et \$ devise clé

- Financiarisation des entreprises (valeur actionnariale) répandue dans le monde
- Libre mouvements des capitaux liant les marchés d'actifs à travers le monde.
- Intermédiation par “market making” sous la dominance des banques d'investissement systémiques.
- PDR international par réseau des swaps \$ accordés aux pays obéissant aux critères politiques de US Treasury
- Pays en développement forcés d'accumuler des réserves en \$ pour auto assurance
- Inconvénient majeur: *pas adapté au financement LT des investissements réels.*

## Finance LT, intégration par infrastructures et biens publics globaux, SMI multilatéral +DTS

- Invest LT vecteur de croissance
- Finance restructurée pour mobiliser  $\approx$  trillions \$ d'invest chaque année
- Globalization structurée par la production de biens publics globaux, de biens communs et d'externalités  $>0$
- Intermédiation prépondérante par banques de développement nationales, régionales et multilatérales
- Inconvénient majeur: *pb d'action collective par risque de conflits politiques dans la définition, le suivi et l'exploitation des projets d'investissement*

**Ces concepts rivaux de finance globale peuvent-ils être combinés ou sont-ils incompatibles? Dans le second cas la transformation de la finance est préalable à un nouveau régime de croissance**