

## Extrait du rapport annuel du Conseil Economique, Social et environnemental (CESE) sur l'état de la France en 2015 (sept. 2015)

### La stagnation séculaire et le sous-investissement

C'est un discours remarqué de Larry Summers, ancien secrétaire au trésor de l'administration Clinton, en novembre 2013, qui a remis au goût du jour le concept de « stagnation séculaire » imaginé par un économiste des années 1930 pour évoquer le risque d'une baisse durable de la croissance. Si le propos a fait mouche, c'est parce qu'il intervient dans un contexte où, à l'exception peut-être des États-Unis, les économies occidentales, européennes en particulier, ont du mal à s'extraire de la crise et connaissent des taux de croissance faibles et où le Japon sort difficilement d'une longue période d'anémie, appelée la « décennie perdue ».

Plusieurs économistes ont, depuis pris position sur ce sujet et parfois emboîté le pas de l'orateur, comme le prix Nobel d'économie Paul Krugman, avec des nuances. Cette référence à une théorie économique née dans l'entre-deux guerres, qui a vu la montée des populismes et l'instauration de dictatures, ajoute aux peurs et aux réminiscences d'un enchaînement fatal qui a conduit à la Seconde Guerre mondiale.

Contrairement aux thèses du rapport Meadows, la contrainte environnementale est étrangère à la **stagnation séculaire** que l'on peut définir comme un état stationnaire de l'économie, plutôt déflationniste, caractérisé par une situation où seul un taux d'intérêt réel négatif garantirait un équilibre entre épargne et investissement de plein emploi. Michel Aglietta en définit les symptômes suivants : une baisse du taux d'intérêt réel jusqu'aux environs de zéro, une baisse de longue durée du taux de croissance potentielle, une production largement inférieure à la production potentielle, une inflation faible avec une demande insuffisante. Si la croissance potentielle est un concept qui fait encore l'objet de débat, il reste que deux au moins de symptômes identifiés par M. Aglietta sont perceptibles dans le contexte économique actuel.

Le niveau du taux d'intérêt réel constitue une donnée capitale du problème, car alors même que les taux nominaux sont bas, le ralentissement de l'inflation rend les taux réels positifs [...] . De plus, si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance de l'économie, le poids de la dette dans le PIB augmente automatiquement (effet boule de neige).

Pour autant, si la plupart des économistes reconnaissent l'affaiblissement de la croissance, les raisons qui pourraient conduire à la stagnation séculaire sont nombreuses et pas souvent consensuelles :

- L'affaiblissement du progrès technique : ainsi, pour R. Gordon, le potentiel lié aux Nouvelles technologies de l'information et des télécommunications (NTIC) apparues dans les années 1980-1990 serait aujourd'hui épuisé et il n'existerait aucune innovation majeure susceptible de prendre aujourd'hui la relève. Or, les gains de productivité permis par ces innovations ont été source de croissance.
- Le déclin de la productivité du travail [...].
- Le ralentissement de la croissance démographique et le vieillissement de la population, qui pèseraient sur l'investissement, selon P. Krugman.
- L'existence d'un excès d'épargne au niveau mondial, pesant sur les taux d'intérêt et contribuant à encourager l'endettement des pays industrialisés qu'elle finance au détriment de l'investissement productif. Les bulles financières favorisées par cet excès d'épargne auraient, selon L. Summers, masqué la stagnation et l'insuffisance de l'investissement.
- L'accroissement des inégalités, qui, selon L. Summers, pourrait alimenter l'excès d'épargne même si ce point est discuté.
- Une rupture dans l'endettement, de nature à accroître l'offre d'épargne, une fois le désendettement achevé.

Si la théorie de la stagnation séculaire pêche en négligeant la dimension environnementale devenue incontournable dans tout débat sur la soutenabilité de la croissance, quelles conclusions en tirer concernant la situation économique française ou européenne ? Lorsque le débat a été lancé, les économistes pensaient à la situation américaine, mais il est désormais clair que, s'agissant de la zone euro et de la France en particulier, plusieurs des symptômes évoqués ci-dessus sont identifiables : investissement atone, quasi-déflation, croissance molle, vieillissement démographique et creusement des inégalités.

En France, comme dans le reste de la zone euro, en dépit du niveau historiquement bas des taux d'intérêt et d'une politique monétaire très expansive, la sortie de crise demeure anormalement molle. La contraction de l'investissement en porte la marque : il se serait effondré de 15 % en volume à la suite de la crise et l'investissement privé se situerait en 2013, 20 % en dessous de son niveau d'avant-crise dans la zone euro. Cette situation est extrêmement préoccupante car l'effondrement de l'investissement déprime la demande sur le court terme mais aussi la croissance sur le moyen et long terme. Le contexte économique pointe donc un risque non négligeable de stagnation durable de l'économie, en dépit de l'embellie de 2015.