



IV/ La stagnation séculaire : inéluctable, évitable ou... acceptable ?

Axelle Arquié*

Bien avant la crise sanitaire de la Covid-19, la croissance des économies développées semblait déjà durablement amputée par la crise financière de 2007-2009. La croissance américaine a ainsi chuté, de 3,2 % dans les années 1990 à 2,5 % entre 2000 et 2007 puis 1,4 % entre 2007 et 2020 (données Banque mondiale). Cette faible croissance a fait ressurgir des discussions que l'on croyait d'un autre temps, emportées par la croissance des Trente Glorieuses. Le spectre de la stagnation séculaire, le passage à un régime durable de faible croissance, est soudain réapparu dans le débat économique – dans un contexte tout aussi pessimiste que celui qui l'avait vu naître. La première occurrence du terme « stagnation séculaire » se trouve, en effet, dans l'ouvrage de l'économiste américain Alvin Hansen, *Full Recovery or Stagnation* [1939b], qui forge ce concept au cœur de la Grande Crise de 1929.

Joseph Schumpeter – qui ne partage pas ce pessimisme – décrit en 1947 les thèses « stagnationnistes » des années 1930 comme la croyance en une disparition durable des occasions d'investir pour le secteur privé. La stagnation séculaire correspondrait à l'état dans lequel entre une économie mature, lorsqu'elle devient incapable de faire croître le capital privé. Cette définition confère une dimension inéluctable au phénomène, qui serait inhérent au capitalisme. Mais la stagnation séculaire est-elle réellement

* Axelle Arquié est économiste au CEPII.

inexorable ou bien une politique adaptée peut-elle permettre de relancer la croissance ? Et, si tel est le cas, la demande a-t-elle un rôle à long terme dans l'émergence d'une croissance durable ?

Pour les économistes classiques et néoclassiques, la demande ne peut se révéler insuffisante à long terme. L'offre détermine la croissance, à travers l'augmentation des facteurs de production, ou l'amélioration de la façon dont ceux-ci sont employés grâce au progrès technique. Et la demande s'ajuste naturellement, en vertu de la loi de Say qui veut que l'offre crée sa propre demande. Cependant, si l'offre est évidemment nécessaire à la croissance de long terme, elle peut ne pas être suffisante. Le débat actuel sur le rôle de la demande dans l'émergence de la stagnation séculaire oppose ceux qui pensent que l'activité est, durablement, depuis plus d'une décennie, bloquée sous son niveau potentiel en raison d'une insuffisance de demande et d'un excès d'épargne, mais que ce niveau potentiel de long terme dépend uniquement de l'offre, à ceux qui confèrent un rôle essentiel à la demande dans la détermination du potentiel de croissance lui-même.

Quels enseignements tirer des penseurs de la stagnation séculaire, que leur analyse soit issue de la crise des années 1930 ou de celle de 2007-2009, pour l'économie d'aujourd'hui caractérisée par une faible croissance et désormais fortement marquée par une nouvelle crise, celle de la Covid-19 ? Si ces différentes approches sont toujours d'actualité, la prise en compte du changement climatique conduit à s'interroger : doit-on absolument rechercher une croissance soutenue si celle-ci se fait au prix de dégradations environnementales d'ores et déjà coûteuses en vies humaines ? Faudrait-il dès lors accepter la stagnation séculaire ou plutôt, à travers l'insuffisance de demande qu'elle exprime, saisir l'occasion de mener les investissements nécessaires au verdissement de nos économies ?

John Maynard Keynes : des politiques redistributives plutôt que la politique monétaire

Si Keynes n'a jamais explicitement fait référence au concept de stagnation séculaire développé par son contemporain Alvin Hansen, il évoque dans la *Théorie générale* [1936] la baisse de l'efficacité marginale du capital, une idée voisine. Chez Keynes, lorsqu'un entrepreneur investit, il acquiert un droit aux revenus futurs issus de la vente des biens produits grâce au capital

investi : il investira ainsi dans la construction d'une usine et de machines s'il pense que les consommateurs achèteront les biens qui seront produits pendant la durée de vie de ces équipements. L'entrepreneur évalue l'efficacité marginale du capital dans le temps : elle dépend des revenus *futurs*, et non des profits *passés*, et ainsi de la demande effective anticipée par l'entrepreneur. La demande et les anticipations sont dans ce cadre au cœur de la décision d'investissement.

L'entrepreneur compare ensuite l'efficacité marginale du capital – subjective – au taux d'intérêt (coût de son financement s'il doit emprunter, ou bien coût d'opportunité s'il dispose déjà des fonds nécessaires). De cette comparaison résulte la décision d'investir : si l'efficacité marginale est plus élevée que le taux d'intérêt, il investit, sinon il s'abstient.

Pour Keynes, la baisse de l'efficacité marginale du capital est inéluctable. Pourquoi ? À mesure qu'une entreprise accroît sa capacité de production, il lui devient de plus en plus difficile de continuer à accroître ses ventes dans la même proportion sans baisser ses prix, et donc sans diminuer profits futurs et efficacité marginale du capital. Ceci est vrai également à l'échelle de l'économie dans son ensemble. Le taux d'intérêt qui permettrait un investissement suffisant et donc un niveau d'emploi « satisfaisant » peut ne pas être atteint dans la réalité, en conséquence du déclin de l'efficacité marginale du capital. Le taux d'intérêt compatible avec celle-ci baisse jusqu'à devenir « psychologiquement inacceptable » par les détenteurs de capital. Le taux d'intérêt ne peut alors s'établir dans les faits qu'à un niveau supérieur à l'efficacité marginale du capital, avec pour conséquence moins de projets d'investissements rentables. Dans ce contexte, investissement et emploi décroissent.

Qu'en est-il à long terme ? On peut étendre au long terme l'analyse par Keynes du déclin de l'efficacité marginale, réservée au court terme : tout facteur exogène de long terme qui ampute la demande effective peut engendrer une stagnation en diminuant l'efficacité marginale du capital. Dans *Les Conséquences économiques de la paix* [1919], Keynes attribue la croissance économique de la fin du XIX^e siècle jusqu'à la Première Guerre mondiale à la forte croissance démographique et à l'abondance des opportunités d'investir, conditions exceptionnelles qui ont ensuite disparu. En 1937, Keynes explique, lors d'une conférence à l'Eugenics Society, que la croissance démographique crée les

conditions à la formation d'anticipations optimistes en stimulant la demande effective et porte ainsi la croissance. À l'inverse, lorsque la population stagne, le pessimisme prévaut, les entrepreneurs anticipent que la demande future sera faible, autrement dit l'efficacité marginale du capital diminue et, avec elle, l'investissement et la croissance.

Keynes évoque dès 1919 l'idée d'une épargne excessive, corollaire d'un investissement trop faible. L'abondance d'opportunité d'investissement de la fin du XIX^e et du début du XX^e siècle a permis d'absorber « l'épargne d'une bourgeoisie qui confectionnait des gâteaux dans l'intention de ne jamais les consommer » (selon les mots de Schumpeter). Mais, les habitudes d'épargne de la bourgeoisie ont perduré alors même que les opportunités d'investissement se sont évanouies. Or, si l'épargne peut enrichir un individu donné, elle appauvrit l'économie dans son ensemble en réduisant la demande anticipée : c'est le paradoxe keynésien de l'épargne. En revanche, l'épargne ne peut jamais être « insuffisante » : l'investissement créera toujours l'épargne nécessaire à son financement en augmentant le revenu car une partie du supplément de revenu sera nécessairement épargnée (en vertu de la loi psychologique fondamentale formulée par Keynes, les ménages accroissent leur consommation lorsque leur revenu croît mais dans des proportions moindres).

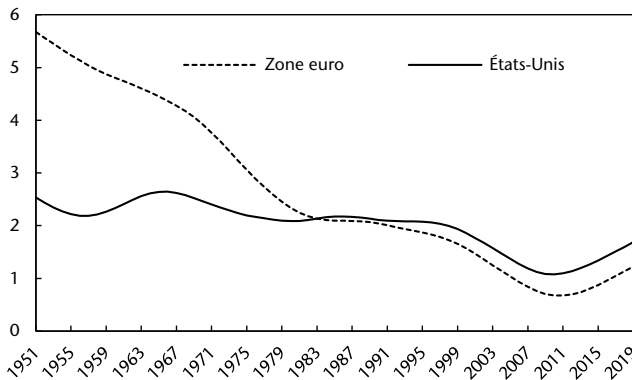
Keynes croyait-il en une possibilité de retrouver la croissance moyennant des politiques adaptées, ou à l'inévitabilité d'une stagnation permanente avec un déclin vers zéro de la productivité marginale du capital (voir Guthrie et Tarascio [1992] à propos de cette controverse) ? Pessimiste dans la *Théorie générale*, Keynes considère que, face à la baisse continue de l'efficacité marginale du capital, la politique monétaire est impuissante : « manipuler la masse monétaire » ne peut suffire à mettre en adéquation l'efficacité marginale du capital avec un taux acceptable pour les détenteurs de capital. Mais davantage d'optimisme émerge dans l'*Eugenics Review* : une politique de redistribution peut rétablir la « prospérité ».

Comment ? Les plus riches ont la plus forte propension à épargner car l'utilité marginale de la consommation est décroissante : les ménages tirent une satisfaction de plus en plus faible d'une unité de consommation supplémentaire. Une meilleure répartition des revenus permet alors de baisser la propension à épargner en redistribuant les revenus vers ceux dont la propension

à consommer est plus forte, stimulant consommation, demande anticipée et investissement.

Qu'en conclure aujourd'hui pour les économies européennes caractérisées par un investissement et une croissance léthargiques ? La croissance du PIB par tête montre une tendance à la baisse depuis les années 1950 (graphique 1). Et le taux d'investissement a baissé, en Europe, de 27 % en 1970 à 20 % en 2017 (données Banque mondiale). Keynes avait anticipé l'impuissance de la politique monétaire face à la stagnation séculaire. Dans ce contexte, des politiques redistributives permettant de lutter contre la baisse de l'efficacité marginale du capital pourraient fonctionner là où la part des plus riches dans le revenu total, donc de ceux dont la propension à consommer est la plus faible, a augmenté. Entre 1980 et 2017, elle est passée de 23 % à 29 % en Europe du Nord, de 20 % à 31 % en Europe de l'Est, de 27 % à 32 % en Europe de l'Ouest et de 29 % à 31 % en Europe du Sud (données World Inequality Lab). Une redistribution des revenus au moyen d'une fiscalité adaptée pourrait, en relançant la consommation et la demande anticipée, contribuer à dynamiser l'investissement.

Graphique 1. Taux de croissance tendanciel du PIB par tête depuis les années 1950
(en %)



Note : le taux de croissance du PIB par tête est lissé avec un filtre Hodrick-Prescott.

Source : calculs de l'auteur, données issues de Bergeaud *et al.* [2016], mises à jour en ligne (www.longtermproductivity.com).

Alvin Hansen : faire de l'État un investisseur en dernier ressort

Pour Hansen, comme pour Keynes, l'intense phase de croissance entamée avec la révolution industrielle était permise par trois phénomènes qui, conjointement, créaient des occasions d'investir : des innovations technologiques spécifiques, une croissance de la population soutenue et la conquête de l'Ouest créant de nouveaux débouchés [Hansen, 1939a]. Or ces trois sources se sont tariées, emportant avec elles les occasions d'investir. Si des innovations surviennent toujours, alors qu'elles étaient, lors de la révolution industrielle, consommatrices de capital (*capital using*), elles visent désormais, au contraire, à l'économiser (*capital saving*), raréfiant les besoins d'investir.

Hansen réserve un rôle accessoire au taux d'intérêt, estimant que la place accordée à celui-ci est excessive : le problème constitutif de la stagnation séculaire réside plutôt dans une insuffisance de la demande d'investissement liée à la disparition des causes exogènes qui avaient permis son essor dans un contexte historique bien particulier : croissance de la population ou des marchés, progrès technique gourmand en capital.

Hansen ne croyait pas que des politiques ponctuelles de soutien à la demande type *New Deal* puissent engendrer une croissance autonome, c'est-à-dire relancer l'investissement privé. Seul l'État peut, pour lui, assurer la croissance en se substituant à un investissement privé devenu défaillant. Une sorte d'investisseur en dernier ressort – un cap dirigiste que Keynes n'a pas aussi résolument franchi. Et cet interventionnisme ne peut qu'être pérenne [Dockès, 2015], une béquille permanente à une économie capitaliste mature à bout de souffle. Cependant, le montant de l'intervention étatique doit rester limité, afin de ne pas amener le revenu au-delà de l'équilibre de plein-emploi et risquer de provoquer des tensions inflationnistes.

La croissance des Trente Glorieuses est venue interrompre la période de stagnation analysée par Hansen dans les années 1930. Avait-il « tort » pour autant ? Pas nécessairement, car on peut considérer que la Seconde Guerre mondiale, en détruisant le stock de capital, a enclenché une nouvelle phase d'accumulation, rajeunissant en quelque sorte les économies matures des années 1930. De plus, le développement des moyens de transport a ensuite permis une mondialisation à une échelle nouvelle et

ainsi de nouveaux débouchés. Si nos économies sont parvenues au bout de ce processus, et sont désormais bel et bien matures, se heurtant de nouveau à la stagnation séculaire, la lecture de Hansen conduit à préconiser de forts investissements publics. Avec un véritable objectif, comme la transition vers une économie verte, assurant que ces investissements soient utiles et non un gaspillage de ressources. Car Hansen mettait en garde contre cet écueil qui menace l'investissement public.

Joe Biden a-t-il lu Alvin Hansen ? Toujours est-il que son plan d'investissement en infrastructures (*American Jobs Plan*) semble en être inspiré. Initialement souhaité par les démocrates à hauteur de 2000 milliards de dollars ou l'équivalent de 1 % du PIB chaque année pendant huit ans, ce plan vise à rénover et moderniser routes, ponts, transports publics, réseau ferroviaire, réseaux de distribution d'eau et d'électricité, réseau Internet, écoles, bâtiments publics, tout en réduisant la dépendance aux énergies fossiles et en développant les énergies renouvelables.

Lawrence Summers : la politique budgétaire plutôt que la politique monétaire

Inspirée cette fois par la décennie de croissance atone d'après 2008, l'explication la plus récente de la stagnation séculaire vient de Larry Summers [2014], relançant un débat que la croissance d'après guerre avait fait oublier. Elle sera reprise par les néokeynésiens dans un cadre théorique auquel Summers n'adhère pas, mais qui dominera largement le débat autour de la stagnation séculaire.

D'après Summers, certaines évolutions structurelles ont accru l'épargne et diminué l'investissement. La hausse des inégalités, l'augmentation des bénéfices des sociétés et le vieillissement de la population ont augmenté l'épargne, une tendance accentuée par les confinements successifs depuis 2020. L'investissement a, selon Summers, diminué en raison du faible besoin en capital dans les secteurs moteurs, qui reposent désormais sur des actifs immatériels moins intensifs en capital, ou encore du ralentissement de la croissance de la population, réclamant moins de capital.

Dans l'approche de Summers, demande de capital (investissement) et offre de capital (épargne) s'équilibrent grâce au prix du capital, le taux d'intérêt. Or le taux d'intérêt nominal ne peut

pas être (trop) négatif : c'est ce que l'on appelle la borne zéro (*zero lower bound*). À quoi est-elle due ? Au fait que, au sein d'une économie monétaire dans laquelle les biens s'échangent contre de la monnaie, les agents préfèrent détenir de la monnaie lorsque les taux d'intérêt deviennent négatifs. Comme le taux nominal ne peut pas suffisamment baisser pour équilibrer une épargne en hausse et un investissement en baisse, l'ajustement s'opère par les quantités : seule une baisse de l'investissement et de la production rétablit l'équilibre à un taux d'intérêt qui bute sur la borne zéro ou ne peut pas devenir trop négatif.

Cette approche diverge substantiellement de la conception keynésienne, plus monétaire, du taux d'intérêt. Chez Keynes, c'est en effet la préférence pour la liquidité des agents économiques qui détermine le taux d'intérêt nominal qui correspond au prix du renoncement à la détention d'actif liquide, celui qui égalise l'offre et la demande de *monnaie*, et non l'épargne et l'investissement comme sur le marché des fonds prêtables évoqué par Summers.

C'est au sein de modèles néokeynésiens que l'approche de Summers a été le plus souvent reprise et formalisée [Eggertsson *et al.*, 2019]. Ce type de modèles suppose qu'à court terme les prix soient rigides, empêchant l'économie d'atteindre son potentiel, correspondant au niveau de production qui prévaut lorsque les prix sont flexibles, et vers lequel l'économie converge à long terme. Ce niveau potentiel est déterminé par le niveau de technologie, donc par l'offre. La stagnation séculaire s'installe lorsque le taux naturel qui équilibre l'épargne et l'investissement compatibles avec le niveau potentiel de production devient négatif. Contrainte par la borne zéro, la banque centrale ne peut suffisamment baisser le taux d'intérêt nominal, et l'économie demeure bloquée en deçà de son potentiel, pour une période indéterminée.

Les approches néokeynésiennes de la stagnation séculaire centrées sur l'existence de cette rigidité, la borne zéro, sont critiquables. Palley [2019] montre que, même s'il était possible de baisser le taux d'intérêt jusqu'à son niveau « naturel » négatif, le problème de l'insuffisance de demande à l'origine de la stagnation séculaire ne serait pas résolu. Plusieurs types d'actifs, et pas seulement la monnaie, servent de réserve de valeur, et ont un rendement supérieur à celui de l'investissement. Une baisse du taux d'intérêt n'augmente alors pas la demande d'investissement, mais seulement le prix de ces autres actifs

(métaux et minéraux précieux, immobilier, rentes extraites par les entreprises en position dominante, revenus liés à la propriété intellectuelle etc.).

En outre, ces approches néokeynésiennes ne sont pas véritablement keynésiennes : le problème essentiel des économies de marché y provient de la rigidité des prix. Mais, pour Keynes, le problème des économies de marché réside avant tout dans leur incapacité à susciter une demande suffisante. Et il pensait même qu'une flexibilité des prix et des salaires (à la baisse) amplifierait ce problème d'insuffisance de demande [Keynes, 1936]. De même chez Summers pour qui la rigidité des prix, loin de constituer un problème, a pu contribuer à atténuer les effets négatifs de la crise en limitant la baisse des prix [Summers, 2014].

Quelles politiques sont envisageables face à la stagnation séculaire ? Confrontée à la borne zéro, les banques centrales ont cherché après 2008 à influencer l'économie à l'aide de politiques monétaires non conventionnelles, principalement grâce à des rachats d'actifs. Mais ce type de politiques peut créer des bulles financières avec l'augmentation continue des prix des actifs.

Une autre possibilité pour la politique monétaire aux alentours de la borne zéro est de guider les anticipations des agents (*forward guidance*). Cela consiste alors pour la banque centrale à s'engager à maintenir son taux directeur aussi bas que nécessaire dans le futur, lorsque le taux naturel sera redevenu positif. La demande étant affectée non seulement par le taux présent, mais par l'ensemble des taux futurs anticipés, la banque centrale peut ainsi stimuler la consommation malgré tout. Cependant, cette option suppose une certaine crédibilité de la banque centrale et une information des consommateurs quant à la date de sortie de la contrainte de la borne zéro, deux conditions peu susceptibles d'être réunies.

Que faire dès lors ? « *Let's go fiscal* », répond Larry Summers, car la politique budgétaire permet de faire baisser l'épargne et augmente la demande. Mais pas n'importe quelle politique budgétaire : pour Summers, il s'agit avant tout d'augmenter les dépenses publiques, avec notamment des investissements en infrastructures, et de s'assurer que le financement de celles-ci, *via* la structure d'imposition, redistribue le revenu vers ceux dont la propension marginale à consommer est la plus forte.

L'approche de Summers et sa traduction par les néokeynésiens placent la demande au cœur de l'explication de la stagnation

séculaire d'après 2008 : une insuffisance de demande crée un écart avec un potentiel de croissance préservé, celui-ci demeurant déterminé par des conditions d'offre intactes. Mais quels sont les rôles respectifs de l'offre et de la demande dans le fort ralentissement observé depuis la crise de 2007-2009 ?

Le rôle clé de la demande à long terme

Selon l'économiste Robert Gordon, la période de stagnation d'après 2008 provient d'une insuffisance du potentiel de croissance lui-même, et non simplement d'un écart avec celui-ci. La stagnation actuelle résulte donc pour Gordon d'un problème d'offre : une forte décélération de la productivité [Gordon, 2015]. Celle-ci est due d'une part au ralentissement de la productivité du travail, lié à l'essoufflement de la hausse du niveau d'éducation, et d'autre part au ralentissement de la croissance des heures travaillées, lié à l'absence de croissance démographique. Si Gordon ne croit pas à un ralentissement du *rythme* des innovations, il se montre sceptique quant à la *nature* des plus récentes (robotique, intelligence artificielle, big data, impression 3D), à leur capacité à susciter des gains de productivité.

Ainsi, des économistes tels que Gordon ou encore Schumpeter en son temps insistent sur le rôle du progrès technique et de la productivité qu'il engendre (ou non), et en concluent que seule l'offre détermine la croissance. On peut croire à un progrès technique tombé du ciel. Cependant, l'innovation, qui dépend des décisions d'investissement, n'est-elle pas, comme l'expliquait Keynes, fonction de la demande anticipée ?

Les économistes Gianluca Benigno et Luca Fornaro [2018] se sont penchés sur ce mécanisme, dans un modèle néokeynésien de « croissance keynésienne » endogène, où l'innovation, dépendant des choix d'investissement des entreprises, ne survient pas de façon exogène. Les entreprises innoveront afin d'extraire une rente du monopole que peut leur procurer temporairement une innovation réussie. Et les profits anticipés dépendent de la taille du marché qui leur reviendrait alors, donc de la demande. Une faible demande réduit les profits anticipés des entreprises, diminue l'incitation à investir et ainsi l'innovation, et en conséquence la croissance.

Puisque la demande joue un rôle à long terme, il n'existe alors plus *un* niveau de production potentiel unique, mais *plusieurs*,

chacun correspondant à un sentier spécifique d'évolutions passées de la demande qui façonnent le potentiel de l'économie. L'économie est alors sujette à des effets d'hystérèse : une baisse de la demande, un choc passager, quel qu'il soit, peut avoir un effet permanent sur l'économie entamant sa croissance à long terme. Il ne suffit donc plus de simplement combler l'écart avec un potentiel de croissance préservé. Un choc négatif tel que celui de la Covid-19 laisse des marques pérennes sur l'économie, l'emmenant durablement sur un tout autre sentier de croissance.

L'économie postkeynésienne s'est consacrée à développer ce type d'arguments, dans un cadre théorique différent du cadre néokeynésien. L'hypothèse de rendements décroissants notamment est abandonnée pour celle de rendements constants et le paradoxe des coûts mis en évidence par l'économiste Michal Kalecki y est central [Lavoie *et al.*, 2021].

À l'échelle d'une seule entreprise, une hausse des salaires, en augmentant les coûts de production, conduit à une baisse du profit. Mais ce raisonnement n'est plus valable à l'échelle macroéconomique : si *toutes* les entreprises augmentent leurs salaires, certes leur marge bénéficiaire par unité de produit diminue, mais dans le même temps elles vendent plus de produits car la demande d'une économie dépend du niveau des salaires versés (ce qui n'est pas vrai à l'échelle d'une entreprise). Une augmentation de la demande n'entraîne pas une hausse des prix, mais une hausse de la production (les rendements étant constants, augmenter la production n'augmente pas les coûts unitaires tant qu'elle reste en deçà de sa capacité maximale). Hausse des salaires (donc des coûts) et hausse des profits vont de pair : c'est là le paradoxe des coûts [Kalecki, 1971].

Le niveau des salaires est ainsi fondamental pour la croissance dans cette approche. Une autre dimension fondamentale, liée à la demande, est celle du pouvoir de marché qui, lorsqu'il est excessif, mène à un essoufflement, voire un épuisement, de l'investissement. C'est là le sens de l'analyse de Josef Steindl, pour qui il existe une tendance inhérente des économies de marché à se concentrer [Steindl, 1952 ; Hein, 2016]. En effet, les entreprises les plus productives finissent par dominer le marché, l'oligopole étant l'aboutissement naturel du processus de concurrence, et sa négation.

Ces tendances à la concentration au niveau microéconomique engendrent une stagnation séculaire au niveau macroéconomique

car l'oligopole crée des surcapacités de production qui dissuadent l'investissement. Comme les entreprises oligopolistiques peuvent dégager des profits simplement en augmentant leur marge, sans avoir à produire davantage, les secteurs oligopolistiques se trouvent en surcapacité. Or les incitations à investir en présence de surcapacités sont maigres puisque le stock de capital est déjà trop important par rapport au niveau de production, par définition.

La notion d'oligopole est également essentielle chez Hobson [1909] ou encore Baran et Sweezy [1966]. Pour Hobson, un excès d'épargne provient d'une mauvaise distribution de la richesse. Les profits doivent rémunérer les moyens de production, travail et capital tout en laissant une part destinée à inciter les entrepreneurs à investir, le « surplus productif ». Mais, à mesure que le marché tend vers l'oligopole, ce surplus augmente tant que de productif il se transforme en un « surplus improductif » – qui n'est pas réinvesti mais épargné. Dans *Le Capital monopoliste*, Baran et Sweezy [1966] aboutissent quant à eux à la conclusion que le processus privé d'accumulation du capital ne peut être auto entretenu : le surplus économique ne peut progressivement plus être absorbé par la consommation des capitalistes et par un investissement s'épuisant faute de débouchés. On le voit, pouvoir de marché et investissement sont intrinsèquement liés, l'un pouvant conduire à la disparition de l'autre.

Croissance et environnement : une possible conciliation ?

Que conclure de ce tour d'horizon des différentes explications de la stagnation séculaire ? Pour les auteurs les plus pessimistes, qui ne croient pas en la capacité du capitalisme à alimenter une demande suffisante pour entraîner un investissement privé durable, l'ultime recours réside dans une dépense publique permanente. Une vue plus optimiste conduit à préconiser l'investissement public de façon non plus permanente mais ponctuelle, avec la conviction qu'un processus autonome de croissance peut s'enclencher : avec la relance de la demande, les entreprises forment des anticipations optimistes et recommencent à investir d'elles-mêmes. Les politiques « stagnationnistes », selon les termes de Steindl, font tout le contraire : loin de promouvoir la

demande, elles visent à contenir l'inflation et amputent la consommation, et donc la croissance.

Mais ne devrait-on pas se résigner à la stagnation séculaire ? Car croissance rime avec production et... émissions (de gaz à effet de serre). Dès 1972, des chercheurs du Massachusetts Institute of Technology (MIT), rassemblés au sein du collectif du Club de Rome, soulignaient l'existence de limites matérielles à la croissance, qui s'inscrit dans un écosystème naturel dont les ressources s'épuisent. Depuis cet avertissement, les conséquences du changement climatique se sont matérialisées avec force : crises alimentaires, pénuries d'eau, canicules, catastrophes naturelles. La crise de la Covid-19 elle-même est à rapprocher du changement climatique, car la destruction des habitats naturels des animaux sauvages, liée notamment à la déforestation, et le développement urbain contribuent à l'apparition et à la propagation de maladies infectieuses et donc à l'émergence de pandémies.

Cependant, renoncer à la croissance et accepter la stagnation séculaire sans rien changer à nos modes de production et de consommation, néfastes pour notre environnement, n'est pas une solution. Nous l'avons vu, la stagnation séculaire est liée à une insuffisance de demande, notamment d'investissement. Un programme d'investissement public dédié au verdissement des économies permettrait de pallier l'insuffisance d'investissement caractérisant la stagnation séculaire tout en préservant l'environnement. La plupart de nos infrastructures de transport, nos habitations, bureaux, usines doivent être modernisés, voire pour nombre d'entre eux intégralement rebâti, afin d'opérer une transition énergétique. Et les investissements de l'État, orientés vers des énergies propres, bien loin d'évincer l'investissement privé, conduiraient au contraire à le stimuler. C'est ce que montrent Deleidi *et al.* [2020] pour dix-sept pays : l'investissement étatique dans les énergies renouvelables (solaire et éolienne) a augmenté l'investissement privé, et ce davantage que des subventions ciblées ou une fiscalité attractive. *L'État entrepreneur* a un rôle essentiel à jouer dans la transition énergétique : il est le seul à pouvoir initier un véritable changement de régime de croissance, le risque initial et les coûts associés à ce passage étant trop lourds pour le secteur privé.

Les montants d'investissements nécessaires pour réaliser cette transition énergétique font l'objet d'estimations qui varient selon les scénarios et le niveau d'ambition des objectifs retenus

(concernant la réduction des émissions de gaz à effet de serre, celle de la consommation d'énergie primaire, et l'augmentation de la part des énergies renouvelables). Mais, indéniablement, les besoins d'investissement sont massifs. La Commission européenne, à partir de son scénario EUCO40, estime à 1 600 milliards d'euros (environ 8 % par an du PIB de l'Union européenne) les investissements annuels nécessaires pour parvenir, d'ici à 2030, à réduire la consommation d'énergie de 40 %, accroître la part des énergies renouvelables à au moins 27 % de la consommation globale, et réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 40 %. Et, au niveau mondial, l'Agence internationale de l'énergie estime dans son rapport *Net Zero by 2050. A Roadmap for the Global Energy Sector* (mai 2021) que les investissements annuels totaux dans l'énergie devraient « passer d'environ 2,5 % du PIB mondial ces dernières années à environ 4,5 % en 2030 avant de retomber à 2,5 % d'ici 2050 » pour atteindre la neutralité carbone (scénario ZEN, « zéro émission nette »).

Si l'ambition en matière d'investissement public était orientée vers l'objectif de reconstituer intégralement le stock de capital afin d'opérer un véritable changement de régime de croissance, l'excédent d'épargne trouverait à se résorber et l'investissement privé serait redynamisé. De quoi permettre de sortir, au moins pour quelques décennies, de la stagnation séculaire.

Repères bibliographiques

- BARAN P. et SWEETZ P. M. [1966], *Monopoly Capital. An Essay on the American Economic and Social Order*, New York, Monthly Review Press ; trad. fr. *Le Capitalisme monopoliste*, Maspero, Paris, 1970.
- BENIGNO G. et FORNARO L. [2018], « Stagnation traps », *Review of Economic Studies*, vol. 85, n° 3, p. 1425-1470.
- BERGEAUD A., CETTE G. et LECAT R. [2016], « Productivity trends in advanced countries between 1890 and 2012 », *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n° 3, p. 420-444.
- DELEIDI M., MAZZUCATO M. et SEMIENIUK G. [2020], « Neither crowding in nor out : public direct investment mobilising private investment into renewable electricity projects », *Energy Policy*, vol. 140.
- DOCKÈS P. [2015], « Les débats sur la stagnation séculaire dans les années 1937-1950 », *Revue économique*, vol. 66, p. 967-992.
- EGGERTSSON G. B., MEHROTRA N. R. et ROBBINS J. A. [2019], « A model of secular stagnation : theory and quantitative evaluation », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 11, n° 1, p. 1-48.

- GORDON R. J. [2015], « Secular stagnation : a supply-side view », *American Economic Review*, vol. 105, n° 5, p. 54-59.
- GUTHRIE W. et TARASCIO V. J. [1992], « Keynes on economic growth, stagnation, and structural change : new light on a 55-year controversy », *History of Political Economy*, vol. 24, n° 2, p. 381-412.
- HANSEN A. H. [1939a], « Economic progress and declining population », *American Economic Review*, vol. 29, p. 1-15.
- [1939b], *Full Recovery or Stagnation ?*, W. W. Norton, New York.
- HEIN E. [2016], « Secular stagnation or stagnation policy ? A post-Steindlian view », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 13, n° 2.
- HOBSON J. A. [1909], *The Industrial System*, Longmans Green, Londres.
- KALECKI M. [1971], *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KEYNES J. M. [1919], *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt, Brace and Howe, New York ; trad. fr. *Les Conséquences économiques de la paix*, Éditions de la NRF, Paris, 1920.
- [1936], *General Theory of Employment, Interest and Money*, in *The Collected Writings*, vol. 7, Macmillan, Londres.
- [1937], *Some Economic Consequences of a Declining Population* (« The Galton Lecture », prononcée devant la Eugenics Society le 16 février 1937, *Eugenics Review*, vol. 29, p. 13-17), *The Collected Writings*, vol. 14, Macmillan, Londres, p. 124-133.
- LAVOIE M., MONVOISIN V. et PONSOT J.-F. [2021], *L'Économie post-keynésienne, La Découverte*, « Repères », Paris.
- PALLEY T. I. [2019], « The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics : why negative interest rates may not remedy Keynesian unemployment », *Review of Keynesian Economics*, vol. 7, n° 2, p. 151-170.
- SCHUMPETER J. A. [1947], « Theoretical problems of economic growth », *Journal of Economic Theory*, supplément, vol. 7, p. 1-9.
- STEINDL J. [1952], *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Blackwell, Oxford ; réédité in *Monthly Review*, 1976.
- SUMMERS L. H. [2014], « Low equilibrium real rates, financial crisis, and secular stagnation », in BAILY M. N. et TAYLOR J. B. (dir.), *Across the Great Divide. New Perspectives on the Financial Crisis*, Hoover Institution, Stanford University, Stanford, chapitre 2.

