

Les traces laissées par la « Grande Récession » sont profondes et sa digestion longue et délicate. L'analyse des trajectoires de sortie de cette crise dévoile des écarts importants entre les pays développés, en particulier entre la zone euro et les États-Unis. Cette différence tient notamment à l'articulation des politiques monétaires et budgétaires. Xavier Timbaud montre ici que de l'autre côté de l'Atlantique, tout comme au Japon et au Royaume-Uni, la place accordée à la réduction du chômage était plus importante et l'austérité plus modérée, tandis que la zone euro s'est lancée avec une certaine précipitation dans la réduction des déficits. Aujourd'hui, sur le plan des dettes publiques, le résultat est certes meilleur en Europe, mais moins bons en termes d'activité ou de chômage, sauf en Allemagne, seul pays de la zone euro à avoir réussi la sortie de la crise.

Problèmes économiques

Des sorties de crise échelonnées

© XAVIER TIMBEAU

Directeur de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)

La crise financière et économique qui a débuté en 2008 n'est pas encore finie. Le choc initial est probablement parti des États-Unis mais l'imbrication des systèmes financier et bancaire a propagé la crise quasi instantanément à tous les pays développés. Presque une décennie après son déclenchement, la plupart des économies sont encore lourdement marquées par ce qui s'est passé depuis 2008. La crise a induit une récession sans précédent et a demandé des réactions de politique économique majeures. Pour soutenir le système financier global, plus de 3 000 milliards de dollars ont été apportés en garantie et un effort de relance budgétaire, en 2009, sans précédent a été coordonné entre les pays développés.

Si la sortie de la crise est enclenchée presque partout, des particularités très fortes appa-

raissent entre les trajectoires et les perspectives des différents pays développés (première partie). Plusieurs facteurs expliquent ces divergences. Les politiques suivies, et en particulier l'articulation des politiques monétaires et budgétaires, ont été radicalement différentes entre la zone euro et les États-Unis (deuxième partie). Mais les conséquences n'ont pas fini de se manifester et les perspectives sont sombres pour les pays qui tardent à sortir de la crise de 2008 (troisième partie). Nous n'évoquons pas ici les pays émergents dont les évolutions dans la crise sont pourtant très marquées et qui subissent également les conséquences des politiques monétaires extrêmement accommodantes qui ont été conduites aux États-Unis ou en Europe. Le très récent ralentissement chinois peut également indiquer que les conséquences de la crise sur le modèle de développement par l'industrialisation ne sont pas négligeables et peuvent en retour avoir un impact sur les trajectoires des pays développés.

Une même crise, des destins différents

Le graphique 1 décrit l'évolution de l'activité économique (mesurée par le produit intérieur brut [PIB] par habitant pour annuler les effets de la démographie) pour les grands pays développés en prenant comme référence l'été 2008. Parmi cet échantillon de pays, le Japon, l'Allemagne et l'Italie ont été plus durement frappés du fait d'une grande exposition au commerce international.

Mais cette exposition ne contribue que partiellement à l'impact de la crise sur les économies développées. Tous les pays sont insérés dans l'échange international et la crise se propage du secteur bancaire (très imbriqué) au reste de l'économie par le biais de l'arrêt du financement. L'investissement et les achats de biens durables (notamment l'automobile) ont été frappés directement et ont provoqué en 2008 la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale. Le déclenchement de la crise a été synchrone dans les principaux pays développés du fait de l'interconnexion financière. Le rebond de 2009, une fois que les secteurs bancaires et financiers ont été stabilisés, a compensé partiellement l'impact initial de la crise. L'Allemagne a connu ainsi une vive reprise, portée par le rebond du commerce international, ce qui lui a permis de connaître à la fin de l'année 2009 une situation proche de celle de la France ou des États-Unis et plus favorable que celle du Royaume-Uni. La trajectoire du Japon a été marquée par la catastrophe de Fukushima au milieu de l'année 2010.

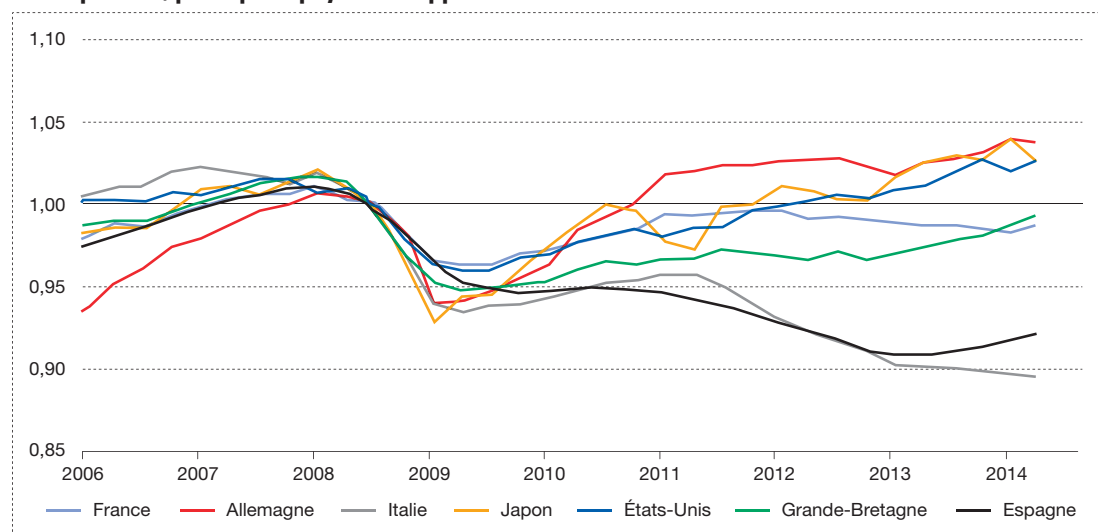
La crise des dettes souveraines en zone euro a introduit un premier décalage entre les pays de cette zone et les autres. La hausse des taux souverains pour les pays menacés (dans cet échantillon l'Espagne et l'Italie, et au-delà, le Portugal, l'Irlande et bien sûr la Grèce à partir de la tourmente lors de la révélation de la situation désastreuse des comptes publics en novembre 2009) a eu à la fois un impact direct sur les taux pratiqués envers les agents éco-

nomiques, mais a surtout durement pesé sur les politiques budgétaires. Face à des déficits publics importants et une architecture européenne se révélant insuffisamment adaptée, les pays de la zone euro se sont engagés dans une austérité massive. L'effort budgétaire a été différent suivant les pays, en fonction de leur déficit public initial et de leur exposition aux sanctions des marchés financiers. Les conséquences de cet effort budgétaire sur l'activité, que l'on quantifie par les multiplicateurs budgétaires, ont été également variables d'un pays à l'autre, en fonction de la composition de l'effort (dépense publique ou impôt, dépenses de transfert ou consommation publique), mais aussi en fonction de la situation économique du pays. On (re)découvre aujourd'hui que les multiplicateurs budgétaires peuvent être plus ou moins grands selon le niveau du chômage, de l'état du système bancaire ou encore de la faiblesse de l'inflation. L'éclatement de la bulle immobilière en Espagne a accentué la dépression dans ce pays, aggravant la situation des ménages, des banques et amputant l'économie espagnole d'un pilier certes artificiel mais qui avait porté la croissance les années précédentes : la construction.

Une même crise, des politiques économiques différentes

Le renforcement du pacte budgétaire, qui formalise les engagements des États de la zone euro à réduire le plus rapidement possible leur déficit, n'a pas produit les effets escomptés. En ayant négligé les effets des multiplicateurs et par une surenchère dans les restrictions budgétaires pour être plus crédibles, la zone euro a connu un second plongeon alors que les autres pays développés continuaient de sortir lentement de la récession de 2008. L'impact des restrictions budgétaires a été plus fort qu'anticipé et a reporté le retour de la croissance, voire provoqué à nouveau une récession en Italie, en Espagne ou en Grèce. Certes, les déficits

1. PIB par tête, principaux pays développés



Source : comptabilités nationales, prévisions avril 2015 OFCE.

publics ont été réduits, mais les résultats ont été moindres qu'attendu. La confiance dans les économies européennes et surtout le soutien politique se sont émoussés. Il a fallu l'intervention de la Banque centrale européenne (BCE) en juillet 2012 – son action était conditionnée au renforcement et au respect du pacte de stabilité – pour que les taux souverains regagnent une zone plus acceptable pour les pays en crise et leur permettent d'espérer un retour de la croissance. Cette intervention a pris la forme d'un programme de rachat de titres publics pour les pays en crise (annoncé en septembre 2012), conditionnellement à l'adoption d'un programme de stabilisation des finances publiques (en fait un programme de restriction budgétaire). Cet outil n'a pas été utilisé, mais la possibilité qu'il le soit a suffi à convaincre les marchés financiers que la zone euro prenait en charge sa monnaie. Ce programme a été ensuite complété, lorsque les risques de déflation sont devenus plus forts, à la fin de l'année 2014, par un programme massif de rachat de titres divers par la BCE.

L'élection du gouvernement Syriza au début de l'année 2015 a relancé les craintes d'une

sortie de la Grèce de la zone euro. Elle a également réouvert la possibilité d'un défaut sur les titres publics en zone euro, ainsi que le débat sur l'opportunité des politiques conduites depuis 2010. La comparaison avec les États-Unis ou le Royaume-Uni, tant sur le plan de l'activité que du chômage, n'est pas à l'avantage de la zone euro dans son ensemble. La dette publique a moins augmenté dans la zone euro qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni (d'une dizaine de points de PIB), mais le prix payé est important au regard des autres résultats économiques. Ainsi, le chômage agrégé de la zone euro dépasse encore de plus de trois points le taux de 2007 et le PIB par tête est inférieur au niveau de cette même année. En revanche, aux États-Unis comme au Royaume-Uni ou au Japon, la situation du marché du travail est presque normalisée. Seul le taux d'emploi aux États-Unis est plus dégradé qu'en zone euro, traduisant un impact encore fort de la crise sur la participation au marché du travail (et touchant plus particulièrement les Noirs et les femmes).

Les situations des pays de la zone euro sont très diverses. L'Allemagne (ainsi que l'Autriche) est aujourd'hui sortie de la crise. Le PIB par tête a augmenté, le chômage a

Principaux indicateurs macroéconomiques (évolutions de 2007 à 2015)

	PIB par tête	Taux de chômage	Taux d'emploi	Dettes publiques
Évolutions de 2007 à 2015	Volume, % évolution	BIT, % population active	% population 15-74	Nette, % du PIB
Zone euro	- 1,6	3,6	- 1,2	31
États-Unis	3,4	0,9	- 3,6	42
Royaume-Uni	- 0,8	0,0	0,6	48
Japon	2,3	- 0,4	1,7	51
Allemagne	8,6	- 3,9	5,8	2
France	- 0,9	2,5	- 1,0	48
Italie	- 11,7	6,6	- 2,6	43
Espagne	- 4,2	14,1	- 8,5	65
Pays-Bas	- 1,6	2,7	- 1,2	21
Belgique	- 1,7	1,0	- 0,7	28
Autriche	1,7	0,9	0,7	20
Grèce	- 27,3	17,3	- 10,6	66
Irlande	- 3,2	5,3	- 7,6	81
Portugal	- 7,8	5,3	- 5,8	53

Source : OCDE, *Economic Outlook*, n° 97.

diminué et le taux d'emploi y est supérieur à celui de 2007. La dette publique nette (concept légèrement différent de celui entendu au sens de Maastricht, mais plus adapté aux comparaisons internationales avec les pays non couverts par le traité de Maastricht) est presque la même qu'en 2007. Un second groupe de pays, avec la France, la Belgique et les Pays-Bas sont revenus pratiquement au niveau de PIB par tête d'avant la crise. La dette publique nette a augmenté significativement (surtout en France) et le chômage est plus élevé qu'en 2007. Un troisième groupe de pays, pour lesquels la crise des dettes souveraines a été massive, reste englué dans la crise. Ce groupe comporte la Grèce, mais aussi le Portugal, l'Irlande, l'Espagne ou l'Italie. Le retour de taux de croissance positifs ces derniers trimestres en Espagne ou en Irlande n'a pas encore suffi à effacer les effets de la récession violente passée. De plus, y compris en Irlande, la situation du marché du travail est fortement dégradée et pèse lourdement

sur les évolutions salariales. L'Italie se distingue de l'Espagne ou de l'Irlande en ce que la crise ne semble pas pouvoir s'interrompre et la dégradation du PIB par tête est la pire après celle de la Grèce.

On qualifie souvent cet épisode d'échec de l'austérité. Il faut bien comprendre que l'austérité a eu des effets mal anticipés et peu contrôlés, mais qu'une politique radicalement inverse n'aurait pas pour autant réduit les déficits publics ou apporté une solution à la crise des dettes souveraines. La bonne voie, telle que l'ont suivie les États-Unis, aurait été une austérité raisonnée, permettant une réduction progressive des déficits mais aussi du chômage. L'intervention de la BCE aurait pu permettre l'étalement de l'austérité en empêchant la sanction des marchés financiers de conduire à une hausse des taux souverains. En maintenant les taux souverains bas, l'effet boule de neige de la dette publique (mais aussi de la dette privée) aurait été contenu et on aurait évité la trajectoire

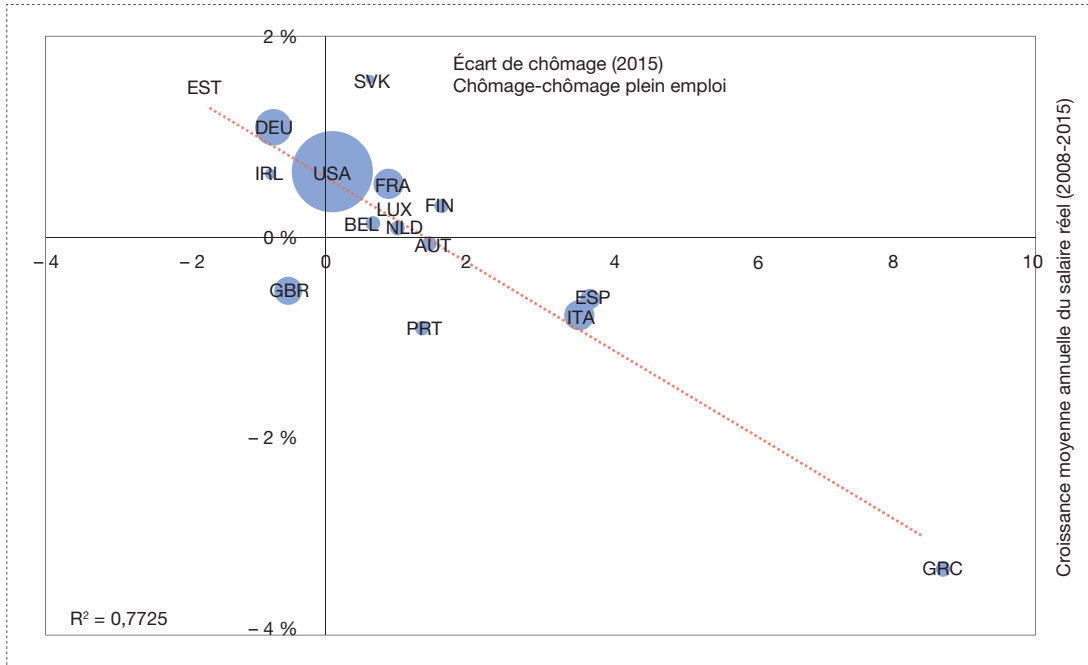
dramatique de beaucoup de pays européens. Les pays qui n'ont pas été concernés directement par la crise des dettes souveraines, c'est-à-dire ceux dont les taux d'intérêt souverains ont baissé quand ceux de l'Italie ou de l'Espagne montaient, ont pâti indirectement de cette crise par la baisse de la demande de leurs principaux partenaires. La réduction des déficits était donc une nécessité et les pays frappés par la crise des dettes souveraines ont été ceux qui sont entrés dans la crise avec des situations déséquilibrées. Plus que les déficits publics, ce sont les déséquilibres macroéconomiques négligés par le Pacte de stabilité et de croissance qui ont été centraux. La dette des ménages, la fragilité des banques (en Espagne et en Irlande), et dans une moindre mesure la baisse de compétitivité face à l'Allemagne (en France, en Italie, en Espagne principalement) ont à la fois réduit les marges de manœuvre et accentué l'impact de la crise. La moindre performance de l'économie de la zone euro par rapport aux États-Unis découle d'une divergence macroéconomique qui, dans la crise et en l'absence d'une intervention forte de la BCE, a condamné les États membres à des politiques budgétaires très récessives au moment même de la récession. Les multiplicateurs élevés ont aidé à réaliser les réductions de déficit, mais ces dernières ont pesé sur l'économie. La stratégie alternative demandait de pouvoir rétablir les conditions de l'activité économique et de réduire le chômage, en acceptant de conserver des déficits plus élevés et donc d'accumuler de la dette publique, puis à enclencher la réduction des déficits. Pour être appliquée, cette stratégie aurait nécessité l'existence d'une politique économique de la zone euro, impossible du fait de l'incomplétude institutionnelle de la monnaie unique. Le renforcement du pacte de stabilité et l'émergence de la BCE comme acteur majeur ne sont qu'une réponse partielle. C'est la raison pour laquelle la zone euro n'a pas pu appliquer le même *policy mix* que les États-Unis ou le Royaume-Uni. Dans ces pays, la dette publique a plus augmenté

(voir tableau p. 8), mais le bilan est bien meilleur en termes d'activité ou de chômage et, comme on le verra à la section suivante, cela a des conséquences à moyen terme sur l'inflation et le potentiel futur de croissance.

Des perspectives éclatées

Les pays développés – tous ou presque tous – sortent de la crise avec une dette publique accrue. La bonne stratégie de réduction des déficits publics a conditionné le rétablissement des économies, tant du point de vue du chômage que du PIB par tête. La soutenabilité de la dette publique dépend quant à elle à la fois de la capacité à réduire les déficits (ce qui détermine le numérateur du ratio dette sur PIB), mais aussi de la capacité à générer de la croissance nominale (le dénominateur). La croissance nominale peut être obtenue soit par de l'inflation, soit par de la croissance réelle. Les situations très différenciées sur les marchés du travail sont en train de provoquer des évolutions divergentes des salaires et des prix. Plus le chômage est élevé, moins les salaires croissent et plus l'inflation sera basse. Les dettes publiques comme privées sont alors plus difficilement soutenables et peuvent induire une spirale de déflation par la dette, conformément à l'analyse d'Irving Fisher (les revenus baissent du fait de la déflation, mais la dette ne se déprécie pas plus que le taux d'intérêt contracté ne se réduit, et donc le ratio dette sur revenu s'envole, entretenant le processus récessif). Le graphique 2 quantifie le lien robuste entre l'évolution des salaires (réels, donc en prenant en compte l'effet positif de la baisse des prix sur le pouvoir d'achat) et chômage. Les pays de la zone euro qui ont subi le plus fort de la crise des dettes souveraines, et qui ont été contraints aux politiques les plus restrictives au plus mauvais moment (lorsque les multiplicateurs budgétaires étaient les plus élevés) connaissent aujourd'hui le chômage le plus haut et des évolutions salariales récessives. Les déséquilibres initiaux spécifiques à ces pays, ignorés et amplifiés pendant les

2. Salaires et chômage



Note : la taille des bulles est proportionnelle à la taille des économies (PIB en volume, en parité de pouvoir d'achat).

Source : OCDE, *Economic Outlook*, n° 97.

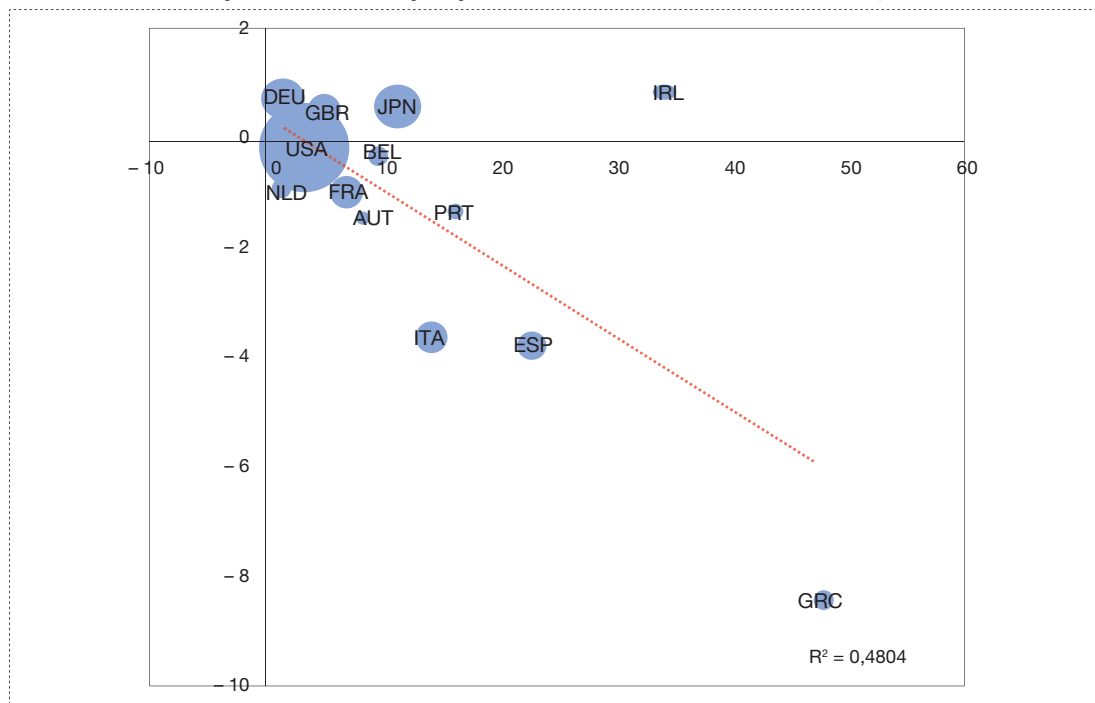
premières années de la monnaie unique, combinés à l'incomplétude institutionnelle de la zone euro, alimentent maintenant le risque de déflation.

En moyenne depuis 2008, le pouvoir d'achat des salaires a évolué négativement en Italie, en Espagne, au Portugal ou en Grèce. Cela s'ajoute à la faiblesse de la demande extérieure, se traduit par une inflation de plus en plus basse et introduit un véritable risque de déflation. La spirale déflationniste est lente à s'installer, mais la réduction du chômage est elle-même très lente. L'exemple de l'Espagne, qui connaît pourtant une réduction nette de son chômage est édifiant. Au rythme actuel de réduction du chômage en Espagne de deux points par an, il faudra plus de sept années pour revenir au taux de chômage d'avant 2008. Pendant ces sept années, la pression à la baisse sur les salaires persistera et accentuera les difficultés espagnoles.

La réduction des salaires réels provoque néanmoins un effet positif. La réduction des coûts de production permet, lorsque les taux de change sont fixes, de gagner en compétitivité et donc de conquérir des parts de marché. Mais lorsque les changes sont variables, l'appréciation de la monnaie annule le gain strictement nominal. Ainsi, ce canal positif ne peut jouer qu'à l'intérieur d'une même zone monétaire et son effet est d'autant plus important qu'aucun autre pays ne réduit également ses prix. Ainsi, ce processus au sein de la zone euro alimente une déflation et ne permet que de réduire les déséquilibres de compétitivité internes à la zone.

Ce processus de déflation va conditionner pour longtemps (disons une décennie) la question de la soutenabilité des dettes publique et privées et dominera les débats économiques. Le graphique 3 complète le tableau de l'impact de la crise par un élément qui est souvent ignoré. On a ici calculé quel

3. Révisions avant/après la crise des perspectives d'activité 2015-2020 et chômage



Source : OCDE, *Economic Outlook*, n° 97.

est son impact sur les perspectives d'activité futures telles que les experts de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) les apprécient. Pour ce faire, on a comparé ce que ces experts anticipaient pour le moyen terme juste avant la crise (à partir des évaluations de croissance potentielle) à ce qu'ils estiment aujourd'hui. Le résultat de ce calcul indique quel est l'impact de long terme de la crise, une fois les aléas de la politique économique absorbés. Pour l'Allemagne, les États-Unis ou les Pays-Bas, l'effet est modéré et ne dépasse pas quelques pourcentages. Pour la France, la Grande-Bretagne, la Belgique ou l'Autriche, il est plus significatif, entre 5 % et 10 %. Dans ces cas, la réduction estimée par les experts de l'OCDE de l'activité dans les prochaines années implique un ajustement notoire des systèmes de protection sociale. Les droits ouverts ne pourront pas être garantis sans une hausse notable des prélèvements ou une

réduction de ces droits. Enfin, pour d'autres pays, l'impact de long terme de la crise est considérable et dépasse 10 %. En Espagne, en Irlande, Italie et surtout en Grèce, la révision des perspectives ne pourra pas se faire sans une refonte complète des systèmes sociaux (qui est d'ailleurs partiellement à l'œuvre).

Les travaux historiques du Fonds monétaire international (FMI)¹ ont montré que les crises bancaires et financières avaient des conséquences sur le long terme de l'ordre d'une dizaine de points d'activité. La crise de 2008 présente tous les aspects d'une crise financière et bancaire. Elle diffère des crises passées en ce qu'elle a touché tous les pays développés et que des solutions massives, du soutien des systèmes financiers aux politiques monétaires non conventionnelles, ont été mises en œuvre puissamment en utilisant l'expérience des crises passées. L'analyse historique donne en fait beaucoup de poids à des crises localisées dans des pays

^[1] Zdzienicka A. et Furceri D. (2011), « How Costly Are Debt Crises? », *IMF Working paper*, 11/280, 1-30.

ou des groupes de pays qui ne disposent pas des moyens de politique économique d'une grande zone comme la zone euro ou les États-Unis. Les conséquences que l'on peut craindre sur le moyen terme ne sont peut-être pas celles que l'histoire nous enseigne.

L'analyse des trajectoires de sortie de crise menée ici suggère que les politiques éco-

nomiques ont joué un rôle et sont déterminantes pour l'impact long de la crise. Il est long et délicat de digérer une crise financière et bancaire ; il est possible d'en sortir presque indemne.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **BIT** (2015), *Perspectives pour l'emploi et le social dans le monde : tendances 2015*, rapport (www.ilo.org).

❖ **FMI** (2015), « Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors », *World Economic Outlook*, avril.

❖ **HEYER E. et TIMBEAU X.** (sous la dir. de) (2015), « La reprise

qui s'annonce. Perspectives 2015-2016 », *Revue de l'OFCE*, n° 138, juin.

❖ **iAGS** (2014), « A Diverging Europe on the Edge », dans : *Independant Annual Growth Survey 2015*, rapport pour le Parlement européen (www.iags-project).

❖ **TIMBEAU X.** (sous la dir. de) (2014), « Le piège de la déflation. Perspectives 2014-2015 », *Revue de l'OFCE*, n° 136, octobre.
