

# Introduction

## Dix longues années de crise

*Introduction: Ten long years of crisis*

Daniel Cohen\*

---

**Résumé** – La crise fête son dixième anniversaire, offrant aux économistes une leçon de modestie et une formidable occasion de remettre à plat leur compréhension du monde. L'effet des taux d'intérêt nuls sur l'efficacité des politiques économiques, la mesure du multiplicateur keynésien, la question de savoir si le ralentissement de la croissance est cause ou conséquence de la crise, l'effet de la montée des incertitudes sur le comportement des ménages et des entreprises, l'efficacité de la stabilisation macro-prudentielle, l'impact des inégalités sur le fonctionnement du marché du crédit, la manière de concevoir et de promouvoir la coordination des politiques macro-économiques en Europe : toutes ces questions cruciales font partie du programme de recherche des économistes, et trouvent dans ce numéro spécial une exposition riche des avancées disponibles.

*Abstract* – The crisis celebrates its tenth anniversary, offering economists a lesson in modesty and a great opportunity to take a new look at their understanding of the world. The effect of a zero lower bound on interest rates on the efficiency of economic policies, the Keynesian multiplier measure, the issue of the growth slowdown being a cause or consequence of the crisis, the effect of rising uncertainties on households' and firms' behaviour, the effectiveness of macro-prudential stabilisation, the impact of inequalities on the functioning of the credit market, the way in which the coordination of macro-economic policies in Europe is designed and promoted: all these crucial questions are part of the economists' research programme, and this special issue offers a rich review of the progress already achieved.

---

Mots clés : crise financière, crise européenne, productivité, inégalités, incertitude, ajustement de l'emploi, politiques économiques

Keywords: financial crisis, European crisis, productivity, inequalities, uncertainty, employment adjustment, economic policies

Rappel :

Les jugements et opinions exprimés par les auteurs n'engagent qu'eux mêmes, et non les institutions auxquelles ils appartiennent, ni a fortiori l'Insee.

\* École normale supérieure, PSE - École d'Économie de Paris et Cepremap (daniel.cohen@ens.fr).

**D**ix ans longues années ont passé depuis le début de la crise. Beaucoup de choses ont été apprises des causes et des conséquences de celle-ci, mais bon nombre de facteurs demeurent mystérieux. La reine d'Angleterre s'était étonnée que les économistes aient été si peu nombreux à la prévoir. La réponse qui lui a été donnée est que chacun se préoccupait de gérer son propre risque, sans que personne ne comprenne celui qui pesait sur le système dans son ensemble. La titrisation des produits immobiliers qui fut à l'origine de la crise avait certes été analysée. Ce qui n'avait manifestement pas été prévu, en partie parce qu'elle n'était pas visible, y compris pour les régulateurs, c'est la manière dont les engagements hors bilan des banques mettaient en péril l'ensemble du système.

Dès le déclenchement de la crise, la comparaison s'est imposée avec celle de 1929. Par une espèce de miracle intellectuel, le Président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, en était le spécialiste incontesté. Il fit tout pour éviter la panique qui s'était déclenchée dans les années trente, sans hésiter à procéder à une hausse phénoménale du bilan de la Banque centrale. Après la faillite de Lehman Brothers, une erreur stratégique due sans doute à l'idée que le gros de la crise était déjà passé, la chute de la production industrielle et du commerce international a atteint presque 20 % en moins de neuf mois. On a alors pensé que le krach de 1929 recommençait. À nouveau instruit par celui-ci, la réponse collective à la crise a été à la hauteur de celle-ci. Relance budgétaire globale, coordonnée par le Fonds monétaire international, politique monétaire ultra-accommodante, à l'instar de celle menée par Bernanke, et poursuivie en Europe, et renforcement de la coopération internationale, à travers le G20 notamment, toutes choses qui avaient manqué dans les années trente. Et le résultat fut au rendez-vous. Dès le deuxième trimestre 2009, la croissance redevenait positive en France et en Allemagne. Aux États-Unis, le NBER a considéré que la crise était terminée à la fin du mois de juin 2009.

Hélas, lorsque la crise a traversé l'Atlantique, faisant chuter la Grèce, puis l'Irlande et le Portugal, la zone euro n'a pas été à la hauteur de l'événement, répétant pour le coup les erreurs des années trente : austérité budgétaire trop précoce, politique monétaire hésitant à venir au secours des États menacés par une crise de refinancement. Il faudra attendre le célèbre discours de Mario Draghi le 26 juillet 2012, annonçant qu'il ferait « *whatever it takes* », tout ce qu'il faudra, pour sauver la zone euro, pour que la crise souveraine s'éloigne. Lorsque Mario Draghi prononce son discours, les *spreads* sur la dette italienne et espagnole relativement à l'Allemagne atteignent 536 et 638 points de base respectivement ! Bien que les hypothèques venant de la politique monétaire aient été levées après ce discours, la conduite de la politique budgétaire restera toutefois marquée par une consolidation à contre-courant qui jouera un rôle indiscutablement pro-cyclique, à l'échelle de la zone dans son ensemble. *In fine*, alors que la crise était partie des États-Unis, le rebond sera beaucoup plus précoce dans ce pays que dans la zone euro.

Revenant aux causes « systémiques » de la crise, l'accent a été mis à juste titre sur la désresponsabilisation collective du système financier international. Mais d'autres causes plus en amont ont également joué un rôle décisif. La montée des inégalités aux États-Unis en fait partie. Les chiffres construits par Piketty, Saez et Zucman montrent une formidable stagnation des revenus de la classe moyenne au cours des dernières décennies. Ainsi s'explique pourquoi le recours

à l'emprunt, facilité par la bulle immobilière, a constitué le recours privilégié pour contourner cette stagnation du pouvoir d'achat.

Il est bien connu dans la littérature que les crises financières ont des conséquences durables sur la croissance économique. Le ralentissement qui s'est observé après la crise n'est donc pas surprenant. Mais une causalité inverse est également possible, à savoir que ce serait le ralentissement de long terme de la croissance qui pourrait être en réalité responsable de la crise. Cette hypothèse a été formulée par Blanchard, Cerutti et Summers lors d'une conférence organisée par la BCE à Sintra, en 2015 (Blanchard et al., 2015). Reprenant les théories de Laurence Summers et Robert Gordon sur la stagnation séculaire, ils proposent d'analyser la crise comme la conséquence indirecte de celle-ci. Montrant que les taux de croissance après-crise tendent à être de plus en plus bas depuis cinquante ans, ils concluent que les ménages et les entreprises ont constamment surestimé leurs perspectives de croissance et leur propre solvabilité, se heurtant fatalement tôt ou tard au mur du refinancement de leur dette.

Le travail présenté dans ce recueil par **Gilbert Cette, Simon Corde et Rémy Lecat** offre un test approfondi de cette thèse selon laquelle le ralentissement de la croissance a précédé la crise. Est-ce que l'on observe une rupture de tendance de la productivité, en France, avant, pendant ou après la crise ? En se concentrant ici sur la Productivité globale des facteurs, mesurées sur données macroéconomiques, la réponse semble indiscutablement positive. Il est assez extraordinaire en effet de noter que son taux de croissance est devenu nul depuis 2003, soit bien avant que la crise ne se déclenche. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que les gains de productivité du travail s'effondrent aussi, à 0.5 % l'an. À noter que les États-Unis, qui avaient enregistré un rebond de la productivité du travail dans les années 90, suite à la diffusion des TICs, connaissent également, dès le début des années 2000, un fléchissement significatif de celle-ci. L'analyse de Cette et al. permet d'aller un cran plus loin dans l'explication de ce ralentissement. Ils notent que celui-ci est concomitant d'une hausse des inégalités entre les firmes. La productivité des firmes les plus performantes, celles-ci n'étant pas nécessairement les mêmes d'une année à l'autre, reste marquée par une hausse soutenue. C'est l'écart entre les meilleures performances et la moyenne qui tire celle-ci vers le bas. Les travaux de Richard Freeman et ses co-auteurs corroborent en partie ces résultats (Barth et al., 2016). Analysant les inégalités salariales américaines, ils avaient montré que celles-ci s'expliquaient dans leur quasi-totalité par un creusement des inégalités de rémunération entre entreprises et non au sein de celles-ci... Nous sommes donc bien ramenés à chercher à comprendre le lien inédit entre ralentissement de la croissance et creusement des inégalités, qui est l'un des chantiers les plus actifs de la recherche en cours.

L'efficacité de la politique économique est l'autre grande question que la crise a remise sur le devant de la scène intellectuelle. L'une des surprises cruelles de la période fut de découvrir que le multiplicateur keynésien était beaucoup plus élevé que prévu. Alors que les modèles traditionnels simulaient un multiplicateur de l'ordre de 0.5, la réalité empirique estimée à vif par Blanchard et Leigh (2013) a fait apparaître des chiffres beaucoup plus élevés, pouvant aller jusqu'à 1.5. Pour mémoire, les travaux de Eichengreen et ses co-auteurs, avait établi un multiplicateur pouvant monter jusqu'à 2 pour la crise de 1929 (Almunia et al., 2010). La Grèce entre exactement dans ce schéma, avec une consolidation budgétaire de 12 points de PIB et une perte cumulée de production de 25 %.

Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le multiplicateur a été plus élevé que prévu. Lorsque la crise est intense, les ménages dont les capacités d'emprunts sont les plus limitées auront plus de mal à lisser leur consommation. La montée des incertitudes concernant le revenu est documentée dans l'article de **Pierre Pora et Lionel Wilner**, qui montrent qu'il faut faire en ce domaine une distinction importante entre le volume d'heures travaillées par les plus pauvres, et la rémunération horaire des plus riches. Une forme de pessimisme peut également se propager. Comme le montrent aussi dans ce numéro **André Masson et Luc Arrondel**, la détention de titres risqués a considérablement baissé après la crise, non pas que l'attitude intrinsèque face au risque ait changé, mais bien davantage, comme l'article le montre, parce que le monde apparaît plus impénétrable avec celle-ci.

La hausse du multiplicateur doit beaucoup aussi au fait que la politique monétaire a perdu de son efficacité, comme force de compensation de la consolidation budgétaire. Lorsque l'inflation devient trop basse, et que les taux d'intérêt se rapprochent du plancher des taux d'intérêt nuls (le « *zero lower bound* »), la politique monétaire rencontre des limites difficiles à contourner. Les travaux de Ramey et Zubairy (2014) avaient montré que le multiplicateur budgétaire était beaucoup plus élevé lorsque les taux sont au plancher. L'article de **Jocelyn Boussard et Benoît Campagne** dans ce numéro reprend ce thème. La consolidation budgétaire de l'Europe s'est déroulée dans les pires conditions possibles : elle a été menée simultanément dans tous les pays de la zone, et dans un régime de change fixe qui a privé les pays les plus engagés dans le processus de consolidation budgétaire du bénéfice de la soupape que représente le taux change. Le fait que la politique monétaire de la zone ait buté sur le taux plancher a limité sa capacité d'agir. L'article montre aussi qu'au taux d'intérêt plancher, plus la consolidation budgétaire est importante, plus son effet sur l'activité économique (c'est-à-dire son effet multiplicateur) est récessif. Une politique budgétaire optimale, à suivre ce modèle, aurait nécessité une consolidation budgétaire au Sud de l'Europe et une relance au Nord, dont l'absence a fortement pénalisé les premiers.

Le recours à des politiques non-conventionnelles s'est imposé aux banques centrales, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, pour contourner cet obstacle des taux d'intérêt au plancher, et dans le cas européen, pour éteindre aussi la crise souveraine. L'étude de **Désiré Kanga et Grégory Levieuge** revient sur ces politiques, en essayant de distinguer l'effet des politiques non conventionnelles sur les taux souverains et sur les conditions de crédit au secteur privé. Le paradoxe de l'article est de montrer que la politique non conventionnelle a eu des effets plus favorables dans les pays qui en avaient le moins besoin, l'Allemagne et l'Autriche, que dans les pays qu'il fallait prioritairement aider, la Grèce, l'Italie, l'Espagne ou le Portugal. En élargissant la classe d'actifs éligibles au refinancement, la BCE a toutefois soutenu la politique de crédit des banques commerciales. Selon l'estimation de **Jean Barthélémy, Vincent Bignon et Benoît Nguyen**, l'augmentation de la part des actifs illiquides apportés en collatéral par les banques a permis d'augmenter significativement les crédits à l'économie.

La crise a obligé aussi à repenser la réglementation bancaire. En Europe, les accords de Bâle 3 ont cherché à inclure dans les calculs prudentiels les opérations hors-bilan qui y échappaient auparavant. L'opposition à ces mesures par l'industrie bancaire se fit au motif qu'elles allaient peser sur la rentabilité du secteur, et par conséquent avoir des effets négatifs sur la distribution du crédit. L'article de **Olivier de Bandt, Boubacar Camara, Pierre Pessarossi et Martin Rose**,

utilisant une nouvelle base de données, permet d'y répondre : la hausse des fonds propres, selon cette étude, n'est nullement nuisible à la profitabilité du secteur. L'argument selon laquelle il faudrait en protéger le système bancaire n'est donc pas tenable.

La crise a provoqué une hausse rapide du chômage. En France métropolitaine, le taux de chômage au sens du BIT se situait à un niveau relativement bas de 6,8 % début 2008, sans d'ailleurs manifester qu'il était en train de toucher un plancher. La chute de l'activité économique eut un effet mécanique de montée du chômage, qui devait finir par dépasser les 10 %. L'une des critiques adressées au fonctionnement marché du travail français est sa dualisation, entre les *insiders*, titulaires d'un CDI, et les *outsiders*, munis d'un CDD ou d'un emploi intérimaire. La crise a-t-elle davantage creusé ce fossé ? Tout conduit à penser que les entreprises ont d'abord licencié les travailleurs les moins protégés. L'étude de **Delphine Brochard et Corinne Perraudin** offre une plongée remarquable dans l'analyse du comportement des entreprises. Elle montre que les entreprises ont utilisé une gamme d'instruments beaucoup plus large que le seul licenciement des outsiders pour faire face à la crise. Ainsi, si un quart des établissements étudiés ont baissé leurs effectifs, ils sont près de la moitié d'entre eux à avoir aussi réorganisé leur activité, gelé ou baissé les salaires ou recouru au chômage partiel. Il n'est donc pas vrai de dire que la France manifeste une préférence pour l'ajustement externe, qui protégerait les *insiders*... C'est particulièrement net dans le secteur industriel, le plus touché par la crise, où la part d'emplois atypiques ne semble pas corrélée à la baisse des effectifs. Sans surprise, les entreprises où le dialogue social est le plus élevé sont aussi celles qui sont parvenues à mobiliser toutes les facettes de l'ajustement, y compris la modération salariale, pour faire face à la crise. Les entreprises sous-traitantes, et celles qui appartiennent à des investisseurs étrangers, sont à l'inverse celles où la baisse des effectifs est la plus fréquente, l'interprétation qui s'impose étant que les décisions étant prises en dehors de l'entreprise, la négociation sociale y a été aussi la moins efficace.

La crise, dont ce recueil marque le dixième anniversaire, nous a certes fait comprendre beaucoup de choses nouvelles, mais nous a surtout fait redécouvrir des vérités anciennes. Le besoin d'une action coordonnée des États, le rôle décisif de la politique économique, et de la supervision du système financier sont des idées simples qui avaient tout simplement été oubliées. Pour les économistes, il reste toutefois un immense travail à fournir pour que la modélisation macro-économique en tire toutes les leçons. L'effort de la recherche pour intégrer les inégalités, les imperfections des marchés financiers, les dysfonctionnements des marchés du travail, le défaut de rationalité des acteurs est méritoire, il lui manque encore un modèle canonique qui parvienne à les intégrer dans un ensemble cohérent. Il serait absurde de penser que ce travail permettra de répondre à la question que la Reine ou son successeur posera lors de la prochaine crise, « pourquoi n'avez-vous rien vu venir cette fois non plus ? », du moins peut-on espérer qu'il incorporera les leçons de cette crise-ci et permettra de répondre à la prochaine de manière plus brillante. □

---

## BIBLIOGRAPHIE

**Barth, E., Bryson, A., Davis, J. C. & Freeman, R. (2016).** It's Where You Work: Increases in the Dispersion of Earnings across Establishments and Individuals in the United States. *Journal of Labor Economics*, Special Issue dedicated to Edward Lazear [Internet], 34(S2), S67-S97.

**Blanchard, O., Cerutti, E. & Summers, L. H. (2015).** Inflation and activity-two explorations and their monetary policy implications. ECB forum on Central Banking, Sintra 21-23 mai 2015.

**Blanchard, O. & Leigh, D. (2013).** Growth forecasts and fiscal multipliers, *American Economic Review*, 103(3), 117-120

**Almunia, M., Benetrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K. H. & Rua, G. (2010).** From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons. *Economic Policy*, 25(62), 219-265.

**Piketty, T., Saez, E. & Zucman, G. (2016).** Distributional National Accounts: Methods and Estimates for the United States. NBER Working Papers No. 22945.

**Ramey, V. & Zubairy, S. (2014).** Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US historical data. NBER working paper No. 20719.

---