



Une relance efficace

Alan S. Blinder et Mark Zandi

Sans la riposte rapide et massive des autorités, la Grande Récession sévirait peut-être encore aux États-Unis

L'ÉCONOMIE américaine a fait bien du chemin depuis les sombres heures de la Grande Récession. Il y a moins de deux ans, le système financier mondial était au bord du gouffre et les États-Unis subissaient le pire ralentissement économique qu'ils aient connu depuis les années 30. Au plus fort de la crise, le produit intérieur brut (PIB) réel semblait en chute libre, tombant de presque 7 % en rythme annuel, tandis que les pertes d'emplois avoisinaient 750.000 par mois. Aujourd'hui, le système financier fonctionne de façon beaucoup plus normale, le PIB réel a progressé de plus de 3 % l'an dernier et l'emploi a redémarré, quoique trop lentement.

Si l'on se replace, disons, au début de 2009, la rapidité de la reprise a été surprenante. Peut-être les États-Unis et le reste du monde ont-ils simplement eu de la chance? Ce n'est pas ainsi que nous voyons les choses : aux États-Unis, si la Grande Récession a fait place aussi vite à la reprise, c'est pour une bonne part grâce aux mesures sans précédent appliquées par les responsables des politiques monétaire et budgétaire.

La Réserve fédérale (Fed), les administrations Bush et Obama ainsi que le Congrès ont mis sur pied l'arsenal budgétaire et monétaire le plus offensif et le plus complet de l'histoire. Même si l'efficacité ou l'opportunité de telle ou telle composante peut être discutée, nous estimons que le système financier serait peut-être toujours désta-

bilisé, l'économie n'aurait pas fini de se contracter et la facture aurait été considérablement plus élevée pour les contribuables américains si les responsables de la politique économique n'avaient pas réagi aussi fort et aussi vite.

Cela dit, toutes les mesures ou presque restent controversées, certains les jugeant malavisées, inefficaces, voire les deux. Il est pourtant crucial de régler cette question car, la viabilité de la reprise économique étant encore incertaine, d'autres mesures de relance se révéleront peut-être nécessaires.

Intervention des pouvoirs publics

Globalement, les autorités américaines ont tenté d'atteindre un double objectif : premièrement, stabiliser le système financier malade et, deuxièmement, freiner la récession naissante et relancer la croissance économique. La première tâche s'imposait pour contrer la crise financière, qui a débuté à la mi 2007 et débouché sur une panique financière à la fin de l'année suivante. Après la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, les liquidités se sont évaporées, les marges de crédit se sont envolées, les cours boursiers ont dégringolé et toute une série de grandes institutions financières ont déposé leur bilan. La seconde tâche était nécessaire compte tenu des effets dévastateurs de la crise financière sur l'économie réelle, qui a commencé à se contracter à un rythme inquiétant après le naufrage de Lehman.

La Fed a pris un certain nombre de mesures exceptionnelles pour contenir la panique financière. Fin 2007, elle a créé le premier d'une longue série de mécanismes de prêt — et d'autant de sigles — destinés à injecter des liquidités dans les institutions et les marchés financiers. Elle a abaissé ses taux très énergiquement en 2008, avec pour résultat des taux quasiment nuls en fin d'année. En 2009 et 2010, elle a également opté pour un assouplissement quantitatif massif pour faire baisser les taux longs en achetant des bons du Trésor et des créances hypothécaires titrisées de Fannie Mae ou Freddie Mac. La Federal Deposit Insurance Corporation, qui a relevé ses plafonds d'assurance des dépôts, garantit aussi les dettes bancaires. En octobre 2008, le Congrès a voté le Programme de rachat des actifs dépréciés (TARP), dont une partie a été utilisée par le Trésor américain pour apporter aux banques les liquidités qui leur faisaient cruellement défaut. Début 2009, le Trésor et la Fed ont demandé à 19 grandes institutions financières de procéder à des tests de résistance poussés pour déterminer si leurs fonds propres étaient suffisants et, dans le cas contraire, collecter des capitaux. Il faut croire que ces tests et les levées de fonds qui les ont suivis ont restauré la confiance dans le système bancaire.

La politique budgétaire menée pour mettre fin à la récession et faire rapidement redémarrer l'économie s'articulait autour d'une série de mesures de relance. Des chèques correspondant à des réductions d'impôt ont été envoyés aux ménages au début de 2008; la loi sur la reprise et le réinvestissement a été adoptée début 2009 et plusieurs mesures de relance plus modestes ont été promulguées fin 2009 et début 2010. Il s'agissait notamment de primes à la casse, de l'extension de la couverture et du montant des crédits d'impôt accordés aux acheteurs de biens immobiliers jusqu'à la mi 2010, d'un nouveau crédit d'impôt à la création d'emplois voté jusqu'à fin 2010 et de plusieurs prolongations de l'indemnisation d'urgence des chômeurs. Au total, la relance budgétaire coûtera près de 1.000 milliards de dollars, soit environ 7 % du PIB. Ce n'est donc pas un hasard, nous semble-t-il, si le point d'inflexion entre récession et reprise remonte à la mi-2009, au moment où la loi sur la reprise et le réinvestissement produisait son impact maximal.

Le sauvetage des secteurs du logement et de l'automobile faisait partie des urgences. L'éclatement de la bulle immobilière avait amorcé un cercle vicieux d'effondrement des prix et d'explosion des saisies hypothécaires que les autorités semblent avoir rompu en prenant toute une série d'initiatives : abaissement des taux hypothécaires par la Fed, relèvement du plafond des prêts conformes aux normes gouvernementales, augmentation spectaculaire de l'activité de prêt de la Federation Housing Administration, série de crédits d'impôt pour les acquéreurs de logements et recours aux fonds du TARP pour limiter les saisies hypothécaires. Même si des constructeurs comme General Motors et Chrysler ont dû finir par déclarer faillite, les fonds du TARP ont permis un règlement relativement ordonné; General Motors est à nouveau en bourse.

Sous le feu nourri des critiques

À nos yeux, la riposte à la crise constitue une réussite exemplaire. Pourtant, la quasi-totalité des mesures prises dans ce contexte ont fait l'objet de critiques virulentes. En raison de ses interventions dans les domaines budgétaire et monétaire, la Fed a été accusée d'outrepasser ses prérogatives. Les critiques ont porté sur les efforts visant à enrayer la chute des prix de l'immobilier, jugés

inappropriés, sur les mesures destinées à limiter les saisies, jugées inefficaces, et sur le renflouement de l'industrie automobile, jugé à la fois inutile et injuste. Les deux instruments phares de la lutte anticrise, à savoir le TARP et la loi sur la reprise et le réinvestissement, ont suscité des critiques particulièrement violentes.

Le TARP a déclenché la polémique dès son lancement. Les citoyens comme les législateurs ont eu du mal à l'accepter, en raison de son coût (700 milliards de dollars), qui a défrayé la chronique, mais aussi de son objectif, à savoir le renflouement des institutions financières, y compris certaines de celles qui avaient déclenché la panique. Bien que le TARP soit actuellement considéré comme un fiasco par beaucoup, il a tout de même contribué à stabiliser le système financier et à stopper l'effondrement des marchés de l'immobilier et de l'automobile; en outre, la facture pour le contribuable ne sera qu'une petite fraction des 700 milliards annoncés.

Les critiques virulentes de la loi sur la reprise et le réinvestissement concernaient son coût élevé, la lenteur de sa mise en œuvre et le fait que le taux de chômage augmentait bien plus vite que ne l'avait prévu l'équipe Obama en janvier 2009. Même si elle n'emporte pas notre entière adhésion, les critiques que suscite cette loi nous paraissent largement hors de propos. L'ampleur exceptionnelle du dispositif de relance s'explique par la gravité de la récession et le fait que la marge de manœuvre monétaire qui subsiste une fois que les taux sont proches de zéro est limitée. S'agissant de la rapidité de mise en œuvre de la loi, les dépenses, quasiment nulles début 2009, sont passées à plus de 100 milliards de dollars au deuxième trimestre (soit plus de 400 milliards de dollars en rythme annuel), ce qui représente une progression considérable sur une aussi courte période. (Mais cette impulsion prendra fin bientôt, ce qui aura pour effet de freiner la croissance économique.)

Ceux qui estiment que cette loi est un échec car elle n'a pas permis de maintenir le taux de chômage sous les 8 % ignorent qu'il avait déjà dépassé ce seuil quand la loi a été votée (ce que nous n'avons appris que plus tard en raison du décalage des données) et que la plupart des conjoncturistes privés avaient eux aussi mésestimé la gravité de la récession. S'il est une leçon à tirer de cette erreur de prévision, c'est bien que le programme de relance aurait dû être encore plus ambitieux.

Quantification des effets sur l'économie

Pour quantifier l'impact économique de la relance budgétaire et des initiatives visant les marchés financiers telles que le TARP ou l'assouplissement quantitatif pratiqué par la Fed, nous avons appliqué le modèle de simulation de Moody's Analytics à l'économie américaine :

- scénario n° 1 : inclut l'ensemble des mesures gouvernementales;
- scénario n° 2 : inclut la relance budgétaire mais pas les mesures financières;
- scénario n° 3 : *inclut* les mesures financières mais *exclut* la relance budgétaire;
- scénario n° 4 : exclut tous les types d'intervention.

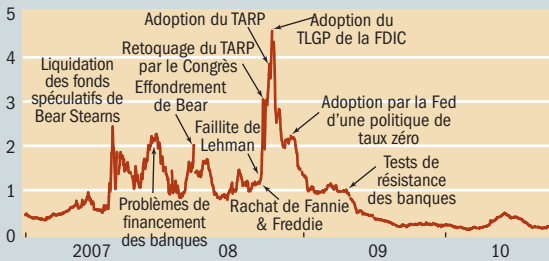
Les différences entre le scénario de référence et ce qu'il serait advenu en l'absence de toute intervention constituent nos résultats centraux; ce sont nos estimations des effets produits par l'arsenal de mesures de lutte contre la récession. Les scénarios 2 et 3 nous permettent de décomposer cet impact global en composantes

Graphique 1

Contenir la panique

Après le naufrage de Lehman Brothers, l'écart entre les taux des bons du Trésor américain et des titres de dette privés (comme le LIBOR) a spectaculairement augmenté, attestant de la panique des investisseurs. Une fois les programmes d'aide au secteur financier mis en place, les écarts ont diminué.

(écart entre le rendement du LIBOR trois mois et celui des bons du Trésor américain, en points de pourcentage)

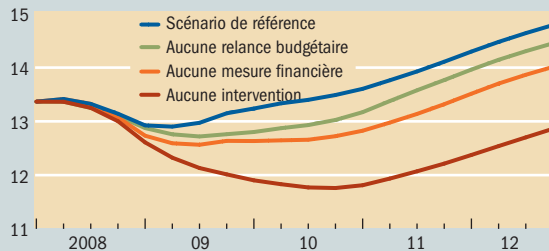


Sources : Réserve fédérale des États-Unis; Moody's Analytics.
 Note : Le LIBOR est le taux interbancaire offert à Londres, utilisé par les banques entre elles; TARP : Programme de rachat des actifs dépréciés; FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation; TLGP : Programme provisoire de garantie des liquidités.

Graphique 2

Bilan de la stratégie américaine

L'économie américaine (mesurée par son PIB) est en bien meilleure posture grâce aux mesures prises durant la Grande Récession. Sans elles, la récession serait encore d'actualité. (PIB réel des États-Unis, milliers de milliards de dollars)



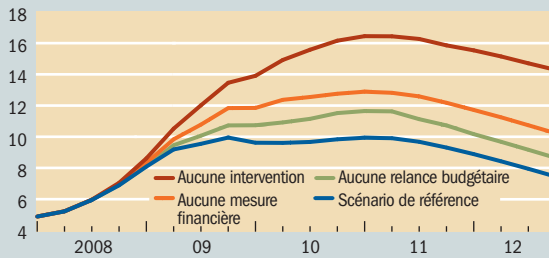
Sources : Bureau d'analyse économique aux États-Unis (BEA); Moody's Analytics.
 Note : Le PIB est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).

Graphique 3

Absence d'intervention

Si les autorités américaines n'avaient rien fait, le taux de chômage aurait atteint près de 17 % et serait supérieur à 14 % fin 2012.

(taux de chômage, en pourcentage)



Sources : Bureau d'analyse économique aux États-Unis (BEA); Moody's Analytics.
 Note : Le chômage est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).

liées à la relance budgétaire ou aux marchés financiers. Toutes les simulations démarrent au premier trimestre de 2008, au début de la Grande Récession, et se terminent au quatrième trimestre 2012. Nous n'avons pas explicitement pris en compte les effets sur l'économie américaine des mesures substantielles prises par la plupart des autres pays pour contrer la récession mondiale.

Estimer l'impact des politiques gouvernementales sur l'économie est un exercice économétrique contrefactuel. Les répercussions sur le PIB, l'emploi et d'autres variables sont estimées à l'aide d'une représentation statistique de l'économie américaine se fondant sur des relations historiques, en particulier le modèle de Moody's Analytics, qui est souvent utilisé pour établir des prévisions, analyser des scénarios et quantifier les effets des mesures budgétaires et monétaires.

Les techniques de modélisation permettant de simuler les mesures budgétaires étaient simples et sont utilisées depuis des années par quantité de modélisateurs. Malgré l'ampleur massive de la relance budgétaire, la plupart des instruments mis en œuvre (réductions d'impôt, dépenses) étaient classiques.

En revanche, modéliser toute la panoplie des mesures financières, dont la majorité étaient inédites et peu classiques, a demandé un peu de créativité et nous a contraint à émettre quelques grandes hypothèses simplificatrices. Notre méthode de base a consisté à traiter ces mesures comme des outils de réduction des marges de crédit, notamment les trois marges du modèle (écarts entre le LIBOR, c'est-à-dire le taux interbancaire offert à Londres à trois mois — qui est le taux des prêts entre banques — et le taux des bons du Trésor trois mois; entre les titres hypothécaires à taux fixe et les bons du Trésor américain 10 ans; et entre les obligations d'entreprises de second rang et les bons du Trésor). Ces trois écarts se sont dangereusement accrus pendant la crise, avant de rétrécir comme une peau de chagrin dès que le remède financier leur a été appliqué (voir graphique 1). Pour nous, la principale question était de savoir quelle part du recul des marges était attribuable aux politiques mises en œuvre. Pour y répondre, nous avons testé plusieurs hypothèses.

Résultats des simulations

Dans le scénario de référence incluant toutes les mesures budgétaires et financières, la reprise amorcée il y a plus d'un an devrait se poursuivre. Après une baisse de 2,4 % en 2009, le PIB réel augmente de 2,7 % en 2010 et de 3 % en 2011, avec une moyenne d'environ 75.000 emplois créés par mois en 2010 et de 175.000 en 2011. Le chômage continue d'avoir 10 % à la fin de 2010, mais se rapproche de 9,5 % fin 2011.

En l'absence de toute intervention des pouvoirs publics, la récession devrait perdurer en 2011. Dans ce scénario, le PIB réel descend en flèche, avec une baisse de près de 12 % entre le pic et le creux, contre un recul constaté d'environ 4 %. Le moment où l'emploi est au plus bas correspond à une perte d'environ 16,6 millions d'emplois, soit près de deux fois le chiffre effectif. Le taux de chômage culmine à 16,5 %. Avec la déflation des prix et des salaires qui serait mesurée entre 2009 et 2011, ce scénario pessimiste correspondrait à une dépression comparable à celles des années 30.

Les différences entre le scénario de référence et le scénario de non-intervention sont considérables (voir graphiques 2-4). En 2011, le PIB réel est supérieur de 1.800 milliards de dollars (15 %)

grâce aux mesures appliquées, on recense presque 10 millions d'emplois de plus et le taux de chômage est inférieur d'environ 6,5 points. Le taux d'inflation est supérieur d'environ 3 % (avec un taux voisin de 2 % au lieu de -1 %). C'est ce qu'il en coûte pour éviter une dépression.

Dans quelles mesures respectives cet impact colossal peut-il être attribué aux efforts des pouvoirs publics pour stabiliser le système financier et à la relance budgétaire? C'est à cette question que doivent répondre nos deux autres scénarios.

Nous constatons que les mesures visant les marchés financiers ont été plus importantes que les mesures budgétaires. Avec le scénario n'incluant que les secondes, la récession commencerait seulement à toucher à sa fin, l'amplitude maximale des baisses du PIB réel et de l'emploi serait d'environ 6 % et 12 millions, respectivement, et le taux de chômage culminerait aux alentours de 13 %.

Les *différences* entre le scénario de référence et le scénario excluant les mesures financières correspondent à nos estimations de l'effet conjugué des différentes initiatives de stabilisation du système financier. Elles sont très significatives. En 2011, le PIB réel est supérieur de presque 800 milliards de dollars (6 %) si les mesures financières sont appliquées et le taux de chômage est inférieur de près de 3 %. Au deuxième trimestre de 2011, quand les effets sont maximaux, les mesures de sauvetage du secteur financier permettent de sauver pratiquement 5 millions d'emplois.

Dans le scénario incluant l'ensemble des mesures financières et excluant la stimulation budgétaire, la récession prend fin au quatrième trimestre 2009 et une expansion très lente est observée jusqu'à la mi 2010. La baisse cumulée du PIB réel (entre le pic et le creux) est supérieure à 5 % et les pertes d'emplois se chiffrent à plus de 10 millions. L'économie se redresse un peu début 2011, mais le chômage culmine alors à près de 12 %.

Les *différences* entre le scénario de référence et le scénario sans relance budgétaire correspondent à nos estimations de l'effet des mesures de relance par le budget. Avec cette relance, le PIB réel est supérieur d'environ 460 milliards de dollars (plus de 6 %) en 2010, quand les effets sont maximaux. On recense 2,7 millions d'emplois en plus et le taux de chômage est inférieur de presque 1,5 point.

Les effets *conjugués* des mesures financières et budgétaires sont supérieurs à la somme de leurs effets respectifs, et ce, parce qu'elles se renforcent mutuellement. À titre de simple exemple (ils sont nombreux), quand la Fed maintient les taux d'intérêt constants, elle augmente le multiplicateur budgétaire.

L'option du laissez-faire : à oublier

La panique financière et la Grande Récession qui l'a suivie ont massivement ébranlé l'économie américaine et le reste du monde. Aux États-Unis, on compte toujours environ 7,5 millions d'emplois de moins qu'avant le pic ayant précédé la récession et le taux de chômage demeure supérieur à 9 %. La santé budgétaire a subi un choc tout aussi inquiétant, avec des déficits approchant 1.400 milliards de dollars pour l'exercice 2009 et l'exercice 2010. D'une ampleur sans précédent, ils reflètent à la fois la récession proprement dite et les coûts de la riposte plurielle orchestrée par le gouvernement.

Il est compréhensible que l'économie encore fragile et les déficits colossaux aient nourri la critique à l'égard de l'action gouvernementale. Personne ne peut savoir avec certitude à quoi notre monde ressemblerait si les dirigeants politiques n'étaient pas intervenus. Nos *estimations* ne sont que des estimations. En outre, il n'est pas difficile de trouver des défauts aux mesures anticrise. Le renflouement des secteurs bancaire et automobile était-il nécessaire? Le crédit d'impôt aux nouveaux propriétaires a-t-il été un cadeau fait à des contribuables qui auraient de toute façon acheté un logement? Les questions sont innombrables.

Bien que ces questions — et d'autres — méritent toute notre attention, nous considérons qu'il n'était pas possible de ne rien tenter. Si les pouvoirs publics n'avaient pas réagi, l'économie et les finances publiques se trouveraient dans une situation bien plus grave. Notre conclusion est que le président de la Fed, Ben Bernanke, a probablement eu raison de dire que nous sommes passés tout près d'une deuxième Grande Dépression en octobre 2008 (Wessel, 2009).

Même si le TARP n'était pas une panacée, il a contribué à stabiliser le système financier et à stopper la récession. À certains égards, la relance budgétaire n'a pas non plus atteint ses objectifs, mais, sans elle, la récession serait encore peut-être d'actualité. Au bout du compte, la facture du dispositif antirécession sera lourde pour le contribuable, mais bien moins que ne le craignaient la plupart des observateurs et bien moins qu'elle ne l'aurait été sans l'action des autorités. Si, comme nous le croyons, le dispositif des pouvoirs publics a permis d'éviter une nouvelle dépression économique, alors le jeu en valait bien la chandelle. ■

Alan Blinder est professeur d'économie à l'université Princeton et Mark Zandi dirige Moody's Analytics.

Cet article s'appuie sur un précédent article des auteurs, intitulé «How The Great Recession Was Brought to an End», publié le 28 juillet 2010 et consultable à l'adresse www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf.

Bibliographie :

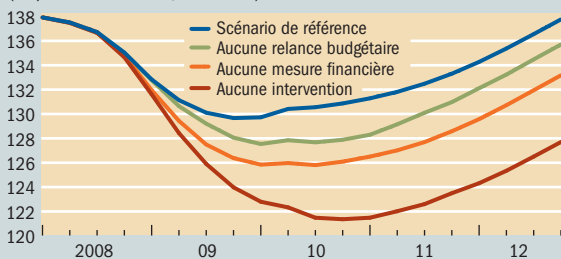
Wessel, David, 2009, "Inside Dr. Bernanke's E.R.," The Wall Street Journal, July 24.

Graphique 4

Moins de chômage

Sans les mesures gouvernementales de soutien aux marchés financiers et de relance budgétaire, bien moins de personnes auraient trouvé un emploi.

(emplois aux États-Unis, en millions)



Sources : Bureau des statistiques du travail aux États-Unis; Moody's Analytics.
 Note : L'emploi est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).