

Petite macroéconomie de la dépression grecque

blogs.alternatives-economiques.fr/anota/2019/06/12/petite-macroeconomie-de-la-depression-grecque

Au cours de ces deux dernières décennies, l'économie grecque a connu un puissant boom, puis une longue dépression : entre 1999 et 2007, le PIB réel par tête augmenté de 34 %, pour ensuite se contracter de 25 % entre 2007 et 2016. Les autres pays en « périphérie » de la zone euro, notamment l'Espagne, le Portugal, l'Italie et l'Irlande, ont connu un cycle similaire, mais moins marqué, renouant plus vite avec la croissance.

Pour certains, ces pays se sont retrouvés en difficulté en raison de leur irresponsabilité budgétaire : leurs gouvernements auraient laissé dériver leurs dépenses publiques, ce qui aurait certes stimulé l'activité le temps du boom, mais aussi gonflé leur dette publique et conduit en conséquence une crise. Cette interprétation est discutable, tout particulièrement dans le cas de l'Espagne : avant la crise de l'euro, cette dernière présentait un faible endettement public et était présentée, notamment pour cette raison, comme un « modèle » à suivre pour les autres pays-membres. Une telle lecture néglige aussi le fait que c'est surtout l'endettement privé qui a augmenté en amont de la crise.

En fait, le processus même de l'unification monétaire a créé des déséquilibres dans la zone euro. En effet, parce que les pays de la zone euro partagent la même monnaie, ils partagent en conséquence la même politique monétaire : la banque centrale fixe le même taux directeur pour l'ensemble des pays-membres. Cela ne poserait pas forcément problème si tous les pays connaissaient la même situation macroéconomique, en particulier le même taux d'inflation. Malheureusement, ce n'était pas le cas : l'inflation était beaucoup plus forte dans les pays de la périphérie, si bien que, dans ces derniers, les taux d'intérêt réels ont été particulièrement faibles. Ces conditions d'emprunt très accommodantes ont stimulé le crédit, ce qui a alimenté aussi bien la formation de bulles (en particulier sur les marchés de l'immobilier) que la consommation proprement dite et par là les importations. D'un autre côté, avec l'inflation, les coûts de production ont eu tendance à augmenter, ce qui réduisait la compétitivité des produits exportés, donc déprimait les exportations. Les importations augmentant et les exportations diminuant, les pays de la périphérie ont vu leur excédent extérieur laisser place à un déficit extérieur et ce dernier a régulièrement augmenté.

Ce n'était possible que si ce déficit extérieur était financé par une entrée de capitaux. Ce fut effectivement une entrée massive des capitaux que connurent les pays périphériques pendant une décennie. Puis la crise financière mondiale survint. Elle entraîna un arrêt brusque (*sudden stop*) des entrées de capitaux, ce qui fit éclater les bulles spéculatives et contraignit les résidents à réduire leurs dépenses pour se désendetter. Les pays périphériques basculèrent dans une récession et une crise bancaire, et celles-ci s'aggravèrent mutuellement : d'un côté, les banques, davantage susceptibles de faire faillite, réduisirent leurs prêts, ce qui pénalisa l'investissement et la consommation et poussa davantage les ménages et les entreprises à se désendetter ; de l'autre, avec la baisse des revenus et des profits, ménages et entreprises eurent plus de

difficultés à rembourser leur crédit, ce qui accrut en retour les difficultés des banques. C'est dans le sillage de la crise que la dette publique explosa, en raison du sauvetage du secteur bancaire et de l'effondrement des recettes fiscales avec l'effondrement de l'activité.

Les autorités budgétaires n'ont-elles pour autant aucune responsabilité dans l'accumulation des déséquilibres ? Pour Philippe Martin et Thomas Philippon (2017), les gouvernements ont commis une erreur en ne veillant pas à adopter une politique budgétaire contracyclique : ils n'ont pas vraiment cherché à resserrer leur politique budgétaire lors du boom. Ce resserrement budgétaire aurait pourtant contribué à contenir les excès du boom, donc à réduire l'ampleur tant de la subséquente crise que de l'ajustement budgétaire à fournir suite à celle-ci.

Dans tous les cas, la détérioration des finances publiques des pays périphériques a été telle que les conditions d'emprunt des gouvernements se sont fortement durcies. Les craintes quant à la soutenabilité de la dette publique concernèrent initialement la Grèce, fin 2009, puis se propagèrent au reste de la périphérie. Privés d'un accès au financement de marché (si ce n'est à des taux d'intérêt élevés), les gouvernements des pays périphériques se sont résolus à adopter l'austérité budgétaire pour réduire leur dette publique. Ces plans d'austérité ont davantage déprimé la demande globale, alors que celle-ci était déjà insuffisante et le chômage élevé. Or les autres pays-membres de la zone euro, notamment ceux du cœur, ont également adopté des plans d'austérité, afin de garder la confiance sur leurs marchés obligataires. Ainsi, l'austérité se généralisa dans l'ensemble de la zone euro en 2010, alors que beaucoup de pays-membres amorçaient à peine leur reprise. C'est l'ensemble de l'union monétaire qui bascula dans une nouvelle récession l'année suivante.

La Grèce se singularise toutefois par rapport aux autres pays périphériques de la zone euro. D'une part, son niveau de dette publique était initialement élevé. Outre un excès de dette privée, elle a effectivement présenté un excès de dette publique. D'autre part, la récession qu'elle a connue a été plus sévère et plus longue, si bien qu'il faut bien utiliser le terme de « dépression » pour qualifier sa situation. En fait, aucun pays développé moderne n'a connu une dépression aussi longue et sévère. Cette dépression est même particulièrement atypique pour une économie connaissant un arrêt soudain des entrées de capitaux, un défaut souverain et un désendettement public, comme le notent Pierre-Olivier Gourinchas, Thomas Philippon et Dimitri Vayanos (2016).

Ces derniers estiment que la sévérité de l'arrêt brusque des entrées de capitaux en Grèce s'explique par le niveau initialement élevé de sa dette publique. Quant à la chute de la production par la suite, elle s'explique essentiellement par l'austérité budgétaire. Ces résultats sont confortés par ceux qu'ont récemment obtenus Gabriel Chodorow-Reich, Loukas Karabarbounis et Rohan Kekre (2019) à travers un modèle d'équilibre général dynamique. Selon leurs estimations, la faiblesse de la demande extérieure de

biens et l'austérité budgétaire expliquent l'essentiel de la dépression. Une baisse de la productivité totale des facteurs, qui s'explique avant tout par la moindre utilisation des facteurs travail et capital, a fortement amplifié la dépression.

Chodorow-Reich et ses coauteurs sous-estiment certainement le rôle de l'austérité dans la récession que subirent les pays périphériques en général et la Grèce en particulier. Lorsqu'un pays embrasse l'austérité budgétaire, sa demande domestique diminue, ce qui se traduit par une baisse de ses importations, donc par une baisse des exportations de ses partenaires à l'échange. Par conséquent, dans la mesure où les pays-membres de la zone euro tendent essentiellement à commercer entre eux et où ils ont resserré leur politique budgétaire au même instant, les effets récessifs des plans d'austérités ont eu tendance à se renforcer, notamment via le canal du commerce international [In't Veld, 2013 ; Gechert *et alii*, 2015 ; Rannenberg *et alii*, 2015]. Réciproquement, des plans de relance adoptés de façon synchronisée auraient certainement eu une efficacité maximale. Privés d'accès aux marchés obligataires, les pays périphériques pouvaient difficilement maintenir la relance budgétaire. Par contre, les gouvernements du cœur de la zone euro, qui ne rencontraient pas de difficultés d'accès aux marchés obligataires pour emprunter, auraient certainement dû maintenir leurs plans de relance : ces derniers auraient non seulement stimulé leur activité domestique, mais aussi allégé le poids du rééquilibrage des pays périphériques [Blanchard *et alii*, 2017].

Références

BLANCHARD, Olivier, Christopher J. ERCEG & Jesper LINDÉ (2017), « Jump-starting the euro area recovery: Would a rise in core fiscal spending help the periphery? », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, n° 1.

CHODOROW-REICH, Gabriel, Loukas KARABARBOUNIS & Rohan KEKRE (2019), « The macroeconomics of the Greek Depression », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *working paper*, n° 758.

GECHERT, Sebastian, Andrew Hughes HALLETT & Ansgar RANNENBERG (2015), « Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation », CEPR, *technical report policy insight*, n° 79.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier, Thomas PHILIPPON & Dimitri VAYANOS (2016), « The analytics of the Greek crisis », in Martin Eichenbaum & Jonathan A. Parker (dir.), *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol. 31.

IN'T VELD, Jan (2013), « Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core », Commission européenne, *economic paper*, n° 506, octobre.

KEHOE, Timothy J., & Edward C. PRESCOTT (2002), « Great Depressions of the 20th Century », in *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n° 1.

MARTIN, Philippe, & Thomas PHILIPPON (2017), « Inspecting the mechanism: Leverage and the Great Recession in the eurozone », in *American Economic Review*, vol. 107, n° 7.

RANNENBERG, Ansgar, Christian SCHODER & Jan STRASKY (2015), « The macroeconomic effects of the Euro Area's fiscal consolidation 2011-2013: A Simulation-based approach », Banque centrale d'Irlande, *research technical paper*, n° 03/RT/2015, août.

Mots-clés : Crise de la zone euro | Grèce