



## Les promesses de l'ombre : scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale

Christine Riffart, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau,  
Christophe Blot, Frédéric Reynès, Eric Heyer, Marion Cochard, Matthieu  
Lemoine, Paola Veroni, et al.

### ► To cite this version:

Christine Riffart, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, Christophe Blot, et al.. Les promesses de l'ombre : scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale. Lettre de l'OFCE, 2008, 302, pp.1-5. hal-01052784

**HAL Id: hal-01052784**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-01052784>**

Submitted on 28 Jul 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## Les promesses de l'ombre

### Scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale \*

**P**artie des subprime, la crise financière a atteint les banques, puis de proche en proche l'ensemble des actifs financiers qui subissent de lourdes dépréciations. La transmission de ces désordres à l'économie non financière est enclenchée et le risque de récession est important. Les scénarios de croissance mettent en œuvre des mécanismes inhabituels dont il est difficile de quantifier les enchaînements. Dans ces circonstances exceptionnelles, nous présentons deux scénarios attachés chacun au degré de gravité des tensions financières.

Selon le premier scénario, les nouvelles tensions apparues après la faillite de Lehman Brothers n'auraient été que transitoires. Les difficultés de financement n'en subsisteraient pas moins, bridant la dépense des agents. La croissance des États-Unis subirait un fort ralentissement, 0,4 % en 2009, ainsi que celle de la zone euro, 0,8 %.

Le second scénario déroule une hypothèse plus noire quant à la transmission à l'économie non financière, avec une restriction drastique de l'offre de crédit, qui provoquerait un coup d'arrêt brutal à l'investissement. La récession induite renforcerait les mécanismes qui la provoquent, alignant les anticipations de tous les agents sur un même scénario. Dans ce cas de figure, l'impact sur la croissance serait notable ; la plupart des pays développés entreraient en récession. Par rapport au premier scénario, la croissance du PIB serait amputée de 0,5 à 1 point selon les pays en 2009.

Dans les circonstances actuelles, la référence à la crise de 1929 s'impose. Les leçons de tels événements ont été tirées : l'activisme des autorités a évité les faillites à grande échelle. On peut espérer que, cette fois, le monde ne basculera pas dans la dépression.

La crise financière entraîne le monde dans une spirale infernale. Elle a démarré par l'apparition de défauts de paiement sur les emprunts immobiliers à risque contractés par des ménages américains peu solvables. Évalués à 300 milliards de dollars, les montants en jeu paraissent désormais bien dérisoires au vu de la déstabilisation générale du système financier dont ils sont responsables. Partie des *subprime*, la crise a atteint les banques, d'abord américaines puis européennes. Des banques, elle s'est transmise à toutes les institutions financières. Elle s'est aujourd'hui étendue à l'ensemble des actifs financiers qui subissent de lourdes dépréciations. Demain, c'est l'économie non financière qui sera touchée par les difficultés d'accès au financement, amplifiées par le traumatisme du système bancaire, par les effets richesse ou par la chute de l'activité dans le secteur immobilier.

Stupéfié, le monde développé est passé tout près d'un effondrement de son système bancaire et financier. La faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a déclenché une panique destructrice. Des plans proposés en urgence ont évité des faillites en série de grandes institutions financières et de grandes banques. Ces faillites auraient eu en effet des conséquences incommensurables sur les économies développées, paralysant les systèmes de paiement et provoquant la faillite d'une majorité d'entreprises. Le risque systémique que la fragilité du système financier fait courir à l'ensemble de l'économie s'est confirmé à cette occasion. La nécessité d'un contrôle de l'économie mondiale par l'ensemble des parties prenantes s'impose, mais sa faisabilité reste à démontrer. Le capitalisme actuel en sera modifié en profondeur. On peut espérer qu'il le soit en mieux.

Le risque systémique n'est pas écarté pour autant. D'autres sources de dépréciation peuvent atteindre les bilans des institutions financières. Une hausse des défauts sur des prêts moins risqués que les *subprime* (*Alt-A*, cartes de crédit), la menace de faillites de *Hedge Funds* ou d'opérateurs de *Leverage Buy Out* (*LBO*) qui retomberaient sur des banques, l'effondrement de l'échafaudage des *Credit Default Swap* (*CDS*) ou la fragilisation jusqu'à la rupture de petits pays ou de pays émergents sont autant de véhicules possibles de la prochaine grande peur. Le coup de frein à la croissance en renforce la possibilité. Les défauts à venir peuvent détériorer à nouveau le bilan d'institutions financières qui auraient déjoué les règles de la régulation pour prendre des risques interdits. Et à nouveau, la transformation de ces risques en pertes pour les institutions financières impliquera l'ensemble du système. Ayant aujourd'hui des bilans fragilisés par la première vague, les institutions financières seront encore plus sensibles aux prochaines. Leur capacité à absorber les mauvaises nouvelles est entamée.

### Le rêve de certains, un cauchemar pour tous

La crise est partie d'un petit segment du crédit immobilier aux États-Unis, les *subprime*. N'ayant pu accéder au crédit immobilier qu'en recourant à des montages financiers spéculatifs, qui faisaient reposer la viabilité des dossiers sur le pari d'une poursuite de la hausse des prix des logements, les ménages concernés se sont trouvés pris dans l'étau quand ils n'ont pu faire face à l'augmentation de leurs échéances de remboursement et que la baisse du prix des logements ne permettait plus de refinancer ou d'extraire du nouveau crédit hypothécaire.

Centre de recherche en économie de Sciences Po

69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07  
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15  
[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

Édité par les Presses de Sciences Po

117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris  
Tel/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 22 octobre 2008.

Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions

|                                                                | Trimestres |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | Années |       |       |
|----------------------------------------------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                                                                | 2007       |       |       |       | 2008  |       |       |       | 2009  |       |       |       | 2007   | 2008  | 2009  |
|                                                                | T1         | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    |        |       |       |
| Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>                             | 57,8       | 68,7  | 74,9  | 88,8  | 96,8  | 121,5 | 114,7 | 95    | 100   | 100   | 100   | 100   | 72,5   | 108,3 | 100   |
| Matières premières                                             | 4,1        | 8,7   | - 4,4 | - 2,1 | 15,2  | 5,4   | - 6,6 | - 2,0 | - 1,0 | - 1,0 | - 1,0 | - 1,0 | 6,4    | 12,0  | - 4,0 |
| <i>Taux de change<sup>1</sup></i>                              |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 1 € = ... \$                                                   | 1,31       | 1,35  | 1,37  | 1,45  | 1,50  | 1,56  | 1,50  | 1,35  | 1,40  | 1,40  | 1,40  | 1,40  | 1,37   | 1,48  | 1,40  |
| 1 \$ = ... yen                                                 | 119        | 120,8 | 117,8 | 113   | 105,3 | 104,6 | 107,6 | 112   | 108   | 105   | 103   | 103   | 117,8  | 107,4 | 104,8 |
| 1 £ = ... €                                                    | 1,49       | 1,47  | 1,47  | 1,41  | 1,32  | 1,26  | 1,26  | 1,25  | 1,25  | 1,25  | 1,25  | 1,25  | 1,46   | 1,27  | 1,25  |
| <i>Taux d'intérêt directeurs</i>                               |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| États-Unis                                                     | 5,25       | 5,25  | 5,1   | 4,4   | 2,75  | 2,0   | 2,0   | 1,2   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 5,0    | 2,0   | 1,0   |
| Japon                                                          | 0,5        | 0,6   | 0,6   | 0,5   | 0,6   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,55   | 0,5   | 0,5   |
| Zone euro                                                      | 3,55       | 3,8   | 4,0   | 4,0   | 4,0   | 4,0   | 4,25  | 3,6   | 3,25  | 3,25  | 3,25  | 3,25  | 3,85   | 4,0   | 3,25  |
| Royaume-Uni                                                    | 5,25       | 5,4   | 5,75  | 5,7   | 5,3   | 5,0   | 5,0   | 4,5   | 4,25  | 4,0   | 3,75  | 3,75  | 5,5    | 5,0   | 3,9   |
| <i>Taux d'intérêt longs<sup>1</sup></i>                        |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| États-Unis                                                     | 4,7        | 4,8   | 4,7   | 4,3   | 3,6   | 3,9   | 3,9   | 3,9   | 3,9   | 3,9   | 3,9   | 3,9   | 4,6    | 3,8   | 3,9   |
| Japon                                                          | 1,7        | 1,8   | 1,7   | 1,6   | 1,4   | 1,6   | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,7    | 1,5   | 1,6   |
| Zone euro                                                      | 4,0        | 4,3   | 4,4   | 4,2   | 3,9   | 4,3   | 4,3   | 4,0   | 3,9   | 3,8   | 3,8   | 3,8   | 4,2    | 4,1   | 3,8   |
| Royaume-Uni                                                    | 4,9        | 5,2   | 5,2   | 4,8   | 4,5   | 4,8   | 4,7   | 4,5   | 4,3   | 4,1   | 4,1   | 4,1   | 5,0    | 4,6   | 4,2   |
| <i>Prix à la consommation<sup>3</sup></i>                      |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| États-Unis                                                     | 2,4        | 2,6   | 2,4   | 4,0   | 4,2   | 4,3   | 5,3   | 4,3   | 3,9   | 3,3   | 2,2   | 2,5   | 2,9    | 4,5   | 3,0   |
| Japon                                                          | - 0,1      | - 0,1 | - 0,1 | 0,5   | 0,9   | 1,3   | 1,2   | 0,7   | 0,2   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,1    | 1,0   | 0,1   |
| Zone euro                                                      | 1,9        | 1,9   | 1,9   | 2,9   | 3,4   | 3,6   | 3,7   | 3,0   | 2,5   | 2,1   | 2,1   | 2,2   | 2,1    | 3,4   | 2,1   |
| Royaume-Uni                                                    | 2,9        | 2,6   | 1,8   | 2,0   | 2,4   | 3,3   | 4,7   | 5,0   | 4,5   | 3,8   | 2,9   | 2,2   | 2,3    | 3,9   | 3,4   |
| <i>PIB en volume, cvs<sup>2</sup></i>                          |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| États-Unis                                                     | 0,0        | 1,2   | 1,2   | 0,0   | 0,2   | 0,7   | - 0,2 | - 0,2 | 0,0   | 0,2   | 0,3   | 0,6   | 2,0    | 1,4   | 0,4   |
| Japon                                                          | 1,9        | - 0,4 | 0,2   | 0,6   | 0,8   | - 0,5 | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 2,0    | 1,0   | 1,0   |
| Zone euro                                                      | 0,7        | 0,5   | 0,6   | 0,4   | 0,7   | - 0,2 | - 0,1 | 0,1   | 0,3   | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 2,6    | 1,0   | 0,8   |
| Allemagne                                                      | 0,4        | 0,4   | 0,6   | 0,3   | 1,3   | - 0,5 | 0,0   | 0,2   | 0,4   | 0,5   | 0,5   | 0,6   | 2,6    | 1,6   | 1,3   |
| France                                                         | 0,6        | 0,6   | 0,7   | 0,4   | 0,4   | - 0,3 | - 0,2 | 0,1   | 0,2   | 0,3   | 0,3   | 0,4   | 2,1    | 0,9   | 0,7   |
| Italie                                                         | 0,3        | 0,1   | 0,1   | - 0,4 | 0,5   | - 0,3 | - 0,2 | - 0,1 | 0,1   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 1,4    | 0,0   | 0,4   |
| Royaume-Uni                                                    | 0,9        | 0,8   | 0,8   | 0,5   | 0,3   | 0,0   | - 0,3 | - 0,2 | - 0,1 | 0,3   | 0,4   | 0,4   | 3,0    | 1,0   | 0,2   |
| <i>Importations de marchandises en volume, cvs<sup>2</sup></i> |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| Monde                                                          | 1,8        | 1,7   | 2,8   | 0,8   | 1,3   | 0,3   | 0,9   | 1,0   | 1,3   | 1,5   | 1,7   | 1,7   | 7,2    | 4,7   | 5,0   |
| Pays industrialisés                                            | 1,6        | 0,0   | 2,1   | 0,1   | 0,7   | - 0,7 | 0,2   | 0,4   | 0,7   | 1,1   | 1,4   | 1,4   | 4,3    | 1,5   | 2,8   |
| PED                                                            | 2,1        | 5,0   | 4,0   | 2,2   | 2,3   | 2,0   | 2,1   | 2,0   | 2,1   | 2,1   | 2,1   | 2,1   | 12,7   | 10,5  | 8,6   |
| <i>Balances courantes en points de PIB, cvs<sup>1</sup></i>    |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| États-Unis                                                     | - 5,8      | - 5,7 | - 5,0 | - 4,8 | - 5,0 | - 5,0 | - 5,1 | - 4,9 | - 4,6 | - 4,5 | - 4,6 | - 4,7 | - 5,3  | - 5,0 | - 4,6 |
| Japon                                                          | 4,6        | 5,0   | 4,9   | 5,0   | 4,9   | 4,7   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,5   | 4,9    | 4,7   | 4,5   |
| Zone euro                                                      |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 0,3    | - 0,3 | - 0,2 |

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle, en %.

Sources : Pétrole (Brent) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'état à 10 ans pour la zone euro, obligations d'état à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE octobre 2008.

Les *subprime* représentent un montant limité, soit 1 500 milliards de dollars, 2 300 milliards en y ajoutant les 800 milliards d'encours de *Alt-A*. C'est environ 20 % du montant de la masse de crédits immobilier des ménages américains, et une goutte d'eau (3,8 %) au regard des 60 000 milliards de dollars d'actifs physiques et financiers détenus par les ménages américains. En supposant un taux de défaut de 30 % sur ces crédits, c'est une perte de moins de 700 milliards que le système financier mondial doit absorber. Or, la dépréciation des actifs financiers cotés est aujourd'hui de l'ordre de 17 000 milliards de dollars, soit 25 fois le choc initial !

Les pertes liées aux crédits à risque auraient pu être facilement digérées par les banques, sans autres conséquences négatives que celles châtiant les prêteurs imprudents. Mais ces prêts ont été au cœur d'une chaîne d'innovations financières qui ont décuplé les effets du choc initial. Ces innovations ont permis aux prêteurs primaires de réduire leur exposition au risque et de se soustraire aux exigences des règles prudentielles en proposant les créances, titrisées dans des montages financiers complexes, à d'autres investisseurs (fonds d'investissement, fonds de pension, *hedge funds*, banques). Ces créances étaient assorties de rendements particulièrement attractifs, à la hauteur du risque qu'elles intégraient.

Elles furent donc absorbées avec d'autant plus de facilité par le système financier que ses acteurs pouvaient se prévaloir de participer à la réduction du risque, par l'agglomération de créances dont les risques étaient *a priori* faiblement corrélés, et à sa mutualisation, par la dispersion de l'aléa sur une multitude d'investisseurs.

## La tectonique du château de cartes

La partie a pris fin quand le marché immobilier s'est retourné. Des créances irrécouvrables en temps normal, mais rendues momentanément viables par la bulle immobilière qui permettait le refinancement des ménages en difficulté, sont devenues « toxiques » quand le collatéral sur lequel elles étaient gagées, au lieu de s'apprécier comme escompté, a pris la direction inverse. Les sources de refinancement des ménages en défaut se sont alors taries et les créanciers amenés à liquider les collatéraux pour mettre fin à l'engagement des débiteurs n'ont pu le faire qu'à des prix bradés qui leur ont occasionné de lourdes pertes. Les risques, jugés au départ non corrélés, étaient en fait corrélés et l'éparpillement, via la titrisation, de ces créances devenues toxiques, loin d'être une source de sécurité pour

le système financier, portait finalement l'infection dans tout l'organisme. La révélation, à l'été 2007, de la suspension de fonds d'investissement, comme ceux de BNP-Paribas le 09 août 2007, a fait l'effet d'une douche froide, tout le monde se questionnant, sans vraiment de réponse, sur le degré d'implication du voisin dans les crédits à risque. Au final, tous les acteurs de la finance se retrouvent plus ou moins impliqués dans la crise sans même être intervenus sur le marché immobilier américain.

Le marché interbancaire s'est retrouvé asséché par la réticence des banques à se prêter entre-elles, obligeant, dès l'été 2007, les banques centrales à intervenir pour offrir des refinancements et assurer la liquidité. La montée généralisée de la défiance s'est traduite par une montée en flèche des primes de risque, c'est-à-dire de l'écart entre les taux pratiqués sur le marché interbancaire et les taux directeurs des banques centrales. L'espoir d'une restauration de la confiance par la révélation de l'ampleur des engagements et pertes de chacun est resté déçu dès lors que l'accumulation de mauvaises nouvelles, au lieu de rassérer les acteurs du drame, a au contraire accru leur méfiance, provoquant un emballement de la crise depuis la faillite emblématique de la banque américaine Lehman Brothers à la mi-septembre.

## Le spectre de la crise de 1929

La référence à la crise de 1929 s'impose. C'est dans la crise de 1929 que l'on trouve la démonstration de la nécessité d'éviter à tout prix la panique bancaire (le *bank run*). C'est dans l'analyse de la crise de 1929 que l'on a compris l'importance des anticipations récessives quant les actifs se déprécient et que la déflation s'installe. C'est de l'expérience de 1929 que l'on tire la leçon de l'obligation de réponses coordonnées internationalement. C'est depuis la crise de 1929 que l'on sait le soutien nécessaire de la politique monétaire à l'économie. C'est également de l'impuissance des politiques mises en œuvre pour juguler la dépression que l'on sait l'importance de la politique budgétaire pour stimuler l'économie face à la trappe à liquidité.

Les leçons de 1929 ont été tirées et inspirent les politiques mises en place. L'interventionnisme public est depuis plus d'un an maximal et prend des formes conventionnelles, comme les instruments habituels de la politique monétaire ou le recours aux politiques budgétaires, et des mesures moins conventionnelles, pour rétablir l'ordre sur les marchés financiers.

## Mobiliser les outils de politique économique

Les grandes banques centrales ont amorcé des mouvements de baisse de taux. Le reflux des cours du pétrole et des matières premières, induit par les anticipations de ralentissement de la croissance mondiale, a fait oublier les craintes d'une inflation rampante. La réserve fédérale a baissé ses taux directeurs de 3,75 points depuis août 2007. Après une hausse d'un quart de point en juillet 2008, la Banque centrale européenne a initié une baisse de taux, portant son taux directeur à 3,75 points. D'autres mouvements de baisse devraient suivre. La Banque d'Angleterre a également renoncé à ses préoccupations inflationnistes et s'est jointe à la baisse de taux concertée du 8 octobre 2008.

La politique budgétaire aux États-Unis a été également mise à contribution pour soutenir l'économie. L'État américain a injecté 168 milliards de dollars, avec une réactivité sans égal. Les chèques sont arrivés au printemps 2008, quelques mois après le vote du Congrès américain. Les sommes ont été dépensées et ont participé à la croissance de l'économie américaine du deuxième trimestre 2008. En Europe, la réaction budgétaire est bien moindre. Les circonstances exceptionnelles ont été invoquées lors du sommet du G4, à Paris le 4 octobre 2008. Elles affranchissent les pays de la zone euro des valeurs de référence du pacte de stabilité et de croissance et autorisent des dépassements temporaires. Il n'y aura pas de politiques budgétaires restrictives en 2009 en zone euro. En revanche, un plan de relance européen peine à émerger alors qu'aux États-Unis un plan de relance supplémentaire pourrait prendre le relais, dès le début 2009, de celui de janvier 2008. Le renforcement des anticipations de ralentissement, les craintes d'une récession forte en Europe et la nécessité politique de compléter le soutien apporté aux banques par un plan pour l'économie non financière peuvent déclencher une relance budgétaire en zone euro. Elle sera probablement tardive, mais les conséquences de la crise financière sur l'économie mondiale peuvent se prolonger au-delà de l'année 2009.

## Un activisme non conventionnel

Les banques centrales se sont substituées aux banques créditrices pour assurer la liquidité du marché interbancaire. Les opérations d'*open market* ont été renforcées par des prises en garantie élargies à des titres dont la valeur est contestée par les marchés. Les banques centrales ont accru

leur exposition à l'économie également par des financements à plus long terme du système bancaire. Mais pour autant, elles n'ont pas réussi à ce stade à restaurer la confiance sur le marché interbancaire. Les banques sont toujours contraintes de prendre un risque de taux (et de réputation) important en se présentant au guichet des banques centrales. L'alternative est de restructurer leur financement, acceptant au passage une sérieuse hausse de leur coût de refinancement et en augmentant la pression sur leurs bilans et leurs ratios prudentiels. Les gouvernements de la plupart des grands pays développés ont proposé de garantir les emprunts sur les marchés interbancaires. Les solutions connaissent des déclinaisons locales mais reposent sur le même principe : donner aux banques la certitude que lorsque elles prêtent à 24 heures, à 1 mois

ou à 1 an à une autre banque sans exiger de collatéral, elles récupèrent immédiatement leur créance en cas de défaut (improbable) de la contrepartie. Et cette garantie offerte aux établissements bancaires s'ajoute aux déclarations convergentes des gouvernements sur la protection contre les faillites. La Réserve fédérale américaine a amorcé un programme de financement direct à l'économie en se portant acheteuse de certificats de dépôt émis par des entreprises non financières.

Le Trésor américain a mis en place une structure de défaillance (TARP, *Toxic Assets Relief Program*) pour racheter à un prix qui reste à définir les actifs à risque (et en lien avec les *subprime*) aux institutions financières opérant sur le territoire américain. Des fonds de

recapitalisation publics sont mis en place dans les différents pays pour apporter aux banques des soutiens directs, alors que les sources de capitaux se tarissent. Les conditions exactes de ces recapitalisations sont mal définies et l'équilibre entre les intérêts des actionnaires, des clients des banques ou des contribuables est loin d'être trouvé, mais le schéma de recapitalisation prend la forme d'un prêt non exigible, via des titres subordonnés ou capital hybride selon la terminologie de Bâle, qui renforce les fonds propres des banques sans modifier le pouvoir des actionnaires sur la conduite des affaires. Enfin, les banques ou les institutions financières en difficulté sont sous la surveillance des autorités économiques qui tâchent d'organiser les recapitalisations ou les reprises en cas de menace de faillite. Northern Rock a été nationalisée par le gouvernement anglais, Bear Stearns a été absorbée par JP Morgan Chase avec la garantie du Trésor américain pour 30 milliards de dollars, AIG a été nationalisée et a obtenu une ligne de crédit de 85 milliards de dollars garantie par le Trésor américain, Freddy Mac et Fanny Mae ont été mis sous tutelle et leur bilan a été garanti publiquement à hauteur de 200 milliards de dollars. En Europe continentale, UBS, Dexia, Fortis ou Hypo Real Estate ont bénéficié de soutiens publics pour échapper à la faillite.

**Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale (scénario gris)**

Taux de croissance annuels, en %

|                                    | Poids <sup>1</sup><br>dans le total | PIB en volume |            |            |
|------------------------------------|-------------------------------------|---------------|------------|------------|
|                                    |                                     | 2007          | 2008       | 2009       |
| Allemagne                          | 4,4                                 | 2,6           | 1,7        | 1,3        |
| France                             | 3,2                                 | 2,2           | 0,9        | 0,7        |
| Italie                             | 2,8                                 | 1,4           | 0,0        | 0,4        |
| Espagne                            | 2,1                                 | 3,7           | 1,3        | 0,1        |
| Pays-Bas                           | 1,0                                 | 3,5           | 2,1        | 1,0        |
| Belgique                           | 0,6                                 | 2,8           | 1,6        | 1,2        |
| Autriche                           | 0,5                                 | 3,1           | 2,0        | 1,1        |
| Finlande                           | 0,6                                 | 4,4           | 2,4        | 2,4        |
| Portugal                           | 0,4                                 | 1,8           | 0,7        | 0,8        |
| Grèce                              | 0,3                                 | 4,0           | 3,2        | 2,4        |
| Irlande                            | 0,3                                 | 6,0           | -0,7       | 0,1        |
| <b>Zone euro</b>                   | <b>16,4</b>                         | <b>2,6</b>    | <b>1,1</b> | <b>0,8</b> |
| Royaume-Uni                        | 3,4                                 | 3,0           | 1,0        | 0,2        |
| Suède                              | 0,5                                 | 2,9           | 1,7        | 1,6        |
| Danemark                           | 0,3                                 | 1,7           | 0,9        | 0,8        |
| <b>Union européenne à 15</b>       | <b>20,5</b>                         | <b>2,7</b>    | <b>1,2</b> | <b>0,8</b> |
| 12 nouveaux pays membres           | 2,7                                 | 6,1           | 3,9        | 2,6        |
| <b>Union européenne à 27</b>       | <b>23,3</b>                         | <b>3,0</b>    | <b>1,5</b> | <b>1,0</b> |
| Suisse                             | 0,5                                 | 3,3           | 2,0        | 1,3        |
| Norvège                            | 0,4                                 | 6,3           | 2,9        | 2,0        |
| Europe                             | 24,1                                | 3,2           | 1,5        | 1,0        |
| États-Unis                         | 21,8                                | 2,0           | 1,4        | 0,4        |
| Japon                              | 6,7                                 | 2,0           | 1,0        | 1,0        |
| Canada                             | 2,0                                 | 2,7           | 0,7        | 0,9        |
| <b>Pays industriels</b>            | <b>56,3</b>                         | <b>2,5</b>    | <b>1,3</b> | <b>0,7</b> |
| Pays candidats à l'UE <sup>2</sup> | 1,2                                 | 4,6           | 3,1        | 3,5        |
| Russie                             | 3,2                                 | 8,1           | 6,7        | 5,5        |
| Autres CEI <sup>3</sup>            | 1,3                                 | 8,8           | 6,0        | 5,0        |
| Chine                              | 11,0                                | 11,9          | 9,9        | 9,2        |
| Autres pays d'Asie                 | 13,2                                | 7,3           | 5,4        | 5,5        |
| Amérique latine                    | 7,9                                 | 5,6           | 4,3        | 2,6        |
| Afrique                            | 3,4                                 | 6,2           | 6,0        | 6,2        |
| Moyen-Orient                       | 2,5                                 | 5,8           | 6,2        | 6,0        |
| <b>Monde</b>                       | <b>100</b>                          | <b>4,9</b>    | <b>3,7</b> | <b>3,1</b> |

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2008.

## Scénariser plutôt que prévoir

La transmission de ces désordres à l'économie non financière est enclenchée et le risque de récession est important. Les scénarios de croissance mettent en œuvre des mécanismes inhabituels dont il est difficile de quantifier les enchaînements. Dans ces circonstances exceptionnelles, nous présentons deux scénarios au lieu de perspectives, déroulant des logiques et aboutissant à des conclusions qui peuvent aider à comprendre les événements qui se déroulent actuellement. Le premier part du ralentissement américain et de sa propagation au reste du monde. Les marchés de l'immobilier se retourneraient dans de nombreux pays, parfois de façon violente comme en Espagne ou au Royaume-Uni. Il en résulterait une élévation du taux d'épargne des ménages, une réduction de l'investissement en logement et une remontée du chômage. L'investissement productif ralentirait, anticipant le freinage de la demande. Les entreprises les plus fragiles, celles dont les ratios de bilan sont préoccupants, verraient leurs crédits de trésorerie progressivement supprimés et seraient contraintes au dépôt de bilan ; les ménages les plus exposés au risque de chômage peineraient à accéder au crédit.

Le ralentissement de l'économie se nourrirait de ces trajectoires individuelles. Le ralentissement serait plus marqué aux États-Unis que dans la zone euro. Dans les deux zones, la croissance par tête deviendrait négative au premier trimestre 2009. Aux États-Unis, le retournement de l'activité dans le secteur immobilier, la fin des possibilités d'extraction hypothécaire et l'effacement de la stimulation budgétaire se combineront pour prolonger la phase de décroissance du PIB par tête jusqu'à la fin de l'année 2009.

À moyen terme, les agents privés seraient engagés dans un processus de désendettement. Un taux d'autofinancement plus élevé, des fonds de roulement plus importants, la nécessité d'un apport personnel plus conséquent dans le cas d'un achat immobilier, une plus grande sélection dans les demandes de crédit concrétiseraient les penchants vers une plus grande sécurité par un niveau de dette plus bas des agents privés.

Selon ce scénario, la croissance mondiale ralentirait, passant de près de 5 % en 2007 à 3,7 et 3,1 % en 2008 et en 2009 respectivement. Au-delà de 2009, l'inclination pour le désendettement pèserait plus sur l'Europe que sur les États-Unis, parce que les banques exercent sur le Vieux continent une emprise plus forte qu'ailleurs. Touchant davantage les petites entreprises que les grandes ou les ménages confrontés à l'insécurité économique que les ménages aisés, ce processus de désendettement aurait des conséquences négatives sur les capacités d'innovation et induirait des distorsions de concurrence.

## Le pire est rendu possible

Le second scénario déroule une hypothèse plus noire quant à la transmission à l'économie non financière. La dégradation du bilan des banques que les recapitalisations ne parviennent pas à contenir conduirait celles-ci à restreindre drastiquement leur offre

de crédit. La défiance généralisée devant les dettes imposerait aux entreprises une hausse de leur coût de financement. Les primes consenties sur les titres privés feraient que les baisses de taux ne joueraient plus sur les conditions financières, rendant inopérante la politique monétaire habituelle. Le renouvellement des tranches de dette obligataires ou bancaires arrivant à maturité dans les trimestres qui viennent pourrait être rendu très coûteux ou même irréalisable. Le recours aux marchés financiers, en chute libre, ne serait plus un substitut à la dette, donnant un coup d'arrêt brutal à l'investissement. La récession induite renforcerait les mécanismes qui la provoquent, alignant les anticipations de tous les agents sur un même scénario. Dans ce cas de figure, l'impact sur la croissance serait notable ; la plupart des pays développés entreraient en récession.

Cristallisation de ces tensions financières, les primes de risque sur les marchés interbancaires sont montées en flèche depuis la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre. L'hypothèse sur laquelle est bâti ce second scénario est celle du maintien de primes de risque élevées à la suite de la viscosité persistante des flux interbancaires. Nous avons ainsi supposé une hausse de deux points des taux d'intérêt longs et courts pratiqués aux utilisateurs finaux au quatrième trimestre 2008, suivie d'une retombée progressive de 1,5 point à l'horizon du quatrième trimestre 2009, laissant leur niveau supérieur de 0,5 point à celui du premier scénario.

En contrepartie du ralentissement supplémentaire de l'activité induit par la hausse des taux, le prix du pétrole pourrait au contraire reculer en moyenne au quatrième trimestre 2008 plutôt que de se maintenir à 100 dollars conformément à notre scénario central. Son repli vers 80 dollars inciterait alors l'OPEP à abaisser ses quotas de production pour éviter la

dérive des prix. Le prix du baril pourrait ainsi remonter progressivement à 100 dollars à l'horizon du quatrième trimestre 2009.

Ces hypothèses alternatives sont communes à l'ensemble des pays pour lesquels ce deuxième scénario a été bâti. Tous les pays sont censés subir le même choc de taux d'intérêt et bénéficier du même affaïssement initial du prix du pétrole. Les canaux de transmission de ce choc sont usuels : la hausse des taux d'intérêt constitue un rationnement implicite du crédit qui freine la demande interne, la consommation et l'investissement. Au contraire, la baisse du prix du pétrole atténue les effets négatifs précédents en redonnant un peu de pouvoir d'achat aux ménages et en allégeant les coûts des entreprises. Mais l'effet taux d'intérêt l'emporte largement sur l'effet pétrole. Ces chocs étant commun à tous, il a été supposé qu'ils n'avaient pas d'effet sur la contribution extérieure de chaque pays.

L'impact de ce choc serait important sur la croissance du PIB, l'amputant de 0,5 à 1 point selon les pays en 2009 (tableau). Le taux de chômage remonterait de 0,2 à 0,3 point en moyenne. Sans surprise, l'effet le plus fort serait observé dans les pays où les ménages sont endettés à taux variables et où l'ajustement de l'investissement en logement était déjà en cours et important, à savoir le Royaume-Uni et l'Espagne (respectivement - 1 et - 0,9 point d'écart). L'impact serait moindre aux États-Unis (- 0,6 point) où l'ajustement sur le marché du logement est déjà bien entamé et où les ménages, bien que très endettés, le sont majoritairement à taux fixes. Au sein de la zone euro, l'impact serait le moins fort en Allemagne (- 0,5 point), puisque le pays n'a pas connu de boom de l'immobilier et ne devrait donc pas subir son retournement et où, de plus, la situation des entreprises est plus saine que dans les autres pays européens. La France, l'Italie et les Pays-Bas sont dans une situation intermédiaire (- 0,8 à - 0,7 point d'écart), les ménages comme les entreprises pâtissant largement du rationnement et de la cherté du crédit.

Le scénario noir se traduirait par une contraction de l'activité en 2009 aux États-Unis et au Royaume-Uni et par une quasi-stagnation dans la zone euro. Parmi les grands pays de la zone euro, seuls l'Allemagne et les Pays-Bas croîtraient en 2009, le PIB reculant en France, en Italie et en Espagne. Le déficit public serait supérieur à 3 % du PIB au Royaume-Uni, en France et en Espagne. Parallèlement, les dettes brutes de ces différents pays augmenteraient du fait des plans de sauvetage des banques. ■

**Tableau 3 : Résumé des scénarios gris et noir en 2009**

En %, sauf pour le solde public en % du PIB

|             | Croissance |       | Taux de chômage |      | Solde public |       |
|-------------|------------|-------|-----------------|------|--------------|-------|
|             | Gris       | Noir  | Gris            | Noir | Gris         | Noir  |
| États-Unis  | 0,4        | - 0,2 | 7,6             | 7,8  | - 5,9        | - 6,2 |
| Royaume-Uni | 0,2        | - 0,8 | 6,0             | 6,5  | - 5,1        | - 6,0 |
| Zone euro   | 0,8        | 0,1   | 7,7             | 8,0  | - 2,0        | - 2,4 |
| Allemagne   | 1,3        | 0,8   | 7,1             | 7,3  | - 0,7        | - 1,2 |
| France      | 0,7        | - 0,1 | 7,7             | 8,1  | - 3,5        | - 3,9 |
| Italie      | 0,4        | - 0,4 | 7,1             | 7,2  | - 2,3        | - 3,0 |
| Espagne     | 0,1        | - 0,8 | 13,5            | 14,3 | - 2,5        | - 3,1 |
| Pays-Bas    | 1,0        | 0,3   | 2,5             | 3,0  | 0,7          | 0,4   |

Note : Pour la France, le taux de chômage indiqué se réfère au concept Insee. Selon le concept Eurostat, les scénarios gris et noir seraient respectivement de 8,0 % et 8,4 %.

Sources : prévisions OFCE octobre 2008.