



LE CHOC

« **L**e battement d'ailes d'un papillon au Brésil peut-il déclencher une tornade au Texas ? » : à cette question, le météorologue américain Edward Lorenz (1) répondait par l'affirmative, posant par là les fondements de la théorie dite de l'« effet papillon », selon laquelle au sein de tout système, quel qu'en soit le degré de complexité, l'infime variation, à un moment donné, d'un seul paramètre - fût-il le plus anodin -, peut faire varier considérablement le résultat final.

A l'image de cette chaîne de causalité, on peut affirmer que la décision prise par quelques modestes promoteurs immobiliers de lancer, courant 2007, la construction d'un énième programme de lotissement de maisons individuelles à prix modérés dans quelque bourgade perdue du Middle West, a sans doute contribué directement, à leur insu, à une profonde déstabilisation de l'ensemble du marché immobilier américain, elle-même génératrice de la plus grave crise financière, bancaire puis économique de l'après-guerre pour l'ensemble de la planète, sans préjuger des éventuelles conséquences - encore à venir - sur le plan social, voire politique.

De ce choc, dont le paroxysme a été atteint au tournant de 2009, a découlé un ébranlement des fondements mêmes du système globalisé en place, dont les effets cataclysmiques potentiels ont pu cependant être endigués grâce, notamment, à la réactivité et à l'action concertée des autorités publiques.

La France n'a bien entendu pas échappé à l'épreuve : un recul historique de l'activité a entraîné une profonde détérioration de la situation de l'emploi.

1 L'ÉBRANLEMENT ET L'ÉVITEMENT DU CATACLYSME

■ Bref rappel de la genèse d'une crise multiforme

Le retournement du marché américain de l'immobilier résidentiel, lié à une offre devenue brusquement excessive, s'est traduit par un reflux brutal des prix, lui-même à l'origine d'un effet cumulé de surendettement et d'appauvrissement d'emprunteurs, par ailleurs peu solvables, candidats à la propriété (2). Il en est résulté une dégradation de la qualité des créances, une multiplication des défauts de paiement et une défiance qui s'est peu à peu généralisée à l'ensemble des marchés financiers, nourrie par des défaillances d'importance, touchant bientôt les plus grands acteurs pour culminer avec le dépôt de bilan de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008.

Les mesures alors décidées dans l'urgence par les pouvoirs publics n'ont pas réussi à dissiper les incertitudes, la défiance s'est exacerbée, accompagnée d'une extrême volatilité des marchés orientés désormais à la baisse. Il en est résulté une chute générale des actifs et un assèchement des marchés qui ont conduit d'abord à un durcissement des conditions de crédit puis à la brusque restriction de l'octroi de celui-ci.

Cette forte chute de la valeur des actifs a eu pour conséquence une diminution de la richesse des ménages - réelle mais aussi amplifiée par un « effet de richesse » négatif - qui a favorisé un freinage de la demande, entraînant un quasi-effondrement de la production et du commerce mondiaux au dernier trimestre 2008. Ce mouvement de repli généralisé s'est amplifié au cours des trois premiers mois de 2009 avant que des signes de rebond se manifestent dans la seconde partie de l'année, plus ou moins marqués selon les zones.

■ Le retour de la puissance publique

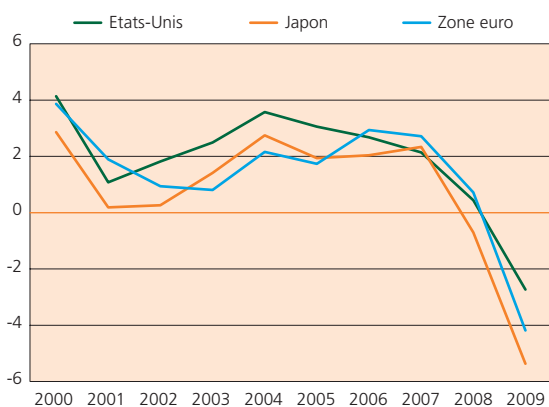
Les erreurs commises lors de la Grande Dépression des années 1930 n'ont heureusement pas été réitérées. En 2008/2009, une meilleure coordination internationale a

(1) 1917-2008.

(2) On rappellera qu'aux Etats-Unis, le prêt immobilier se fait sur la base de l'évolution du prix du bien considéré en tant que garantie sous-jacente du montant emprunté alors qu'en France, par exemple, le prêteur finance l'achat du logement par l'emprunteur sur la base d'un examen attentif des revenus de ce dernier, la solvabilité de celui-ci dépendant de sa capacité à affecter une partie - limitée - de ses revenus réguliers au remboursement de cet emprunt.

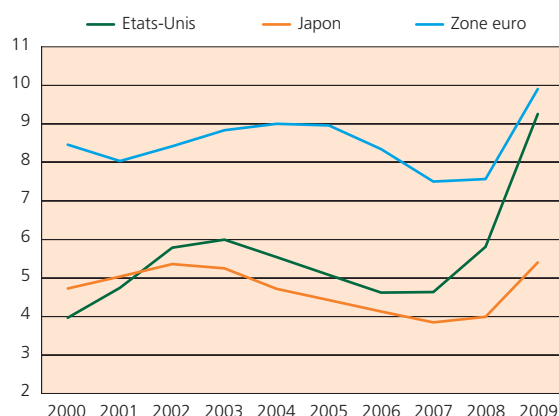
Les grandes évolutions dans les principales zones développées

La production*



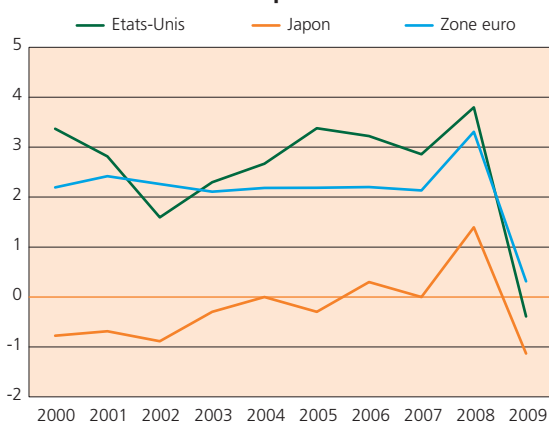
* Croissance annuelle du PIB en % - Source : FMI.

Le chômage*



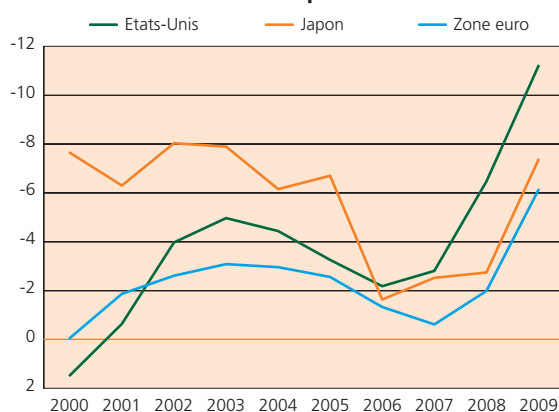
* Taux de chômage (% de la population active) - Moyenne annuelle. Source : FMI.

Les prix*



* Variation en moyenne annuelle de l'indice des prix à la consommation (%). Source : FMI.

Les déficits publics*



* Solde des administrations publiques (% du PIB) - Echelle inversée. Source : OCDE.

permis, via la création de structures adaptées (G20) de dégager un accord général pour identifier trois grandes priorités dont deux d'entre elles ont pu être traitées dans l'urgence :

- Il s'agissait, en premier lieu, de résoudre rapidement le problème de la crise de liquidité bancaire.
- Il convenait, parallèlement, de « casser » les « interactions pernicieuses » du monde de la finance et de celui de l'économie par le biais d'interventions publiques massives de relance sur la sphère réelle. On verra plus loin que choisir ce mode d'action supposait en contrepartie d'accepter le risque que le financement de ces interventions puisse se traduire par un très important accroissement de la dette publique, susceptible d'aller, dans certains pays, jusqu'à la montée du risque souverain.
- Il reste à assurer une meilleure régulation du système financier dans son ensemble, ce qui suppose à la fois des mesures de réglementation et de restructuration dont la définition et la mise au point sont encore loin d'être achevées.

La normalisation des marchés financiers

Trois priorités se sont présentées successivement :

- **Adapter la politique monétaire à un environnement bouleversé** : après avoir, dans un premier temps, pris des mesures de soutien à la liquidité à court terme par un assouplissement des conditions (allongement des maturités des facilités de refinancement, élargissement de la gamme des contreparties éligibles...) et la fixation de taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, les banques centrales ont été dans l'obligation d'adopter des mesures dites « non conventionnelles », c'est-à-dire visant à se substituer aux canaux habituels de financement, grippés par la crise (en augmentant massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie - assouplissement quantitatif ou « quantitative easing » -, ou en achetant directement des titres sur les marchés - « credit easing » -). Enfin, une coopération accrue a été mise en place entre les autorités afin de garantir la fourniture de liquidités en devises en quantité suffisante (accords dits de « swaps » entre les banques centrales et possibilité accrue d'intervention pour le FMI).

- **Pallier la paralysie des marchés interbancaires et obligataires** : le financement des établissements bancaires a été assuré soit par une garantie de l'État facilitant la recherche de ressources à moyen terme (création de la « Société de financement de l'économie française » - SFEF - en France, aménagement du rôle de la « Federal deposit insurance corporation » - FDIC - aux Etats-Unis), soit par un renforcement des fonds propres des établissements, par recapitalisation (en France, avec la « Société de prise de participations de l'Etat » - SPPE -) ou par une intervention directe en capital pouvant aller jusqu'à la nationalisation pure et simple (cas du Royaume-Uni).

- **Apurer les actifs des bilans bancaires** : soit en garantissant les actifs risqués (cas notamment de la Belgique et de la France pour Dexia, des Etats-Unis pour Citigroup et Bank of America), soit en les cantonnant au sein de « bad banks », soit en les rachetant (cas des Etats-Unis avec le programme de partenariat public/privé - « Public private investment program » - pour le rachat des actifs toxiques).

Les mesures de soutien à l'économie réelle

Dans nombre de pays, la politique budgétaire a joué un rôle important de stimulation de la demande privée face au ralentissement prononcé de l'activité : **l'exemple-type** est celui des « **primes à la casse** » dans l'automobile. Ces plans de relance sont d'ampleur différente selon les pays : les mesures représenteraient - pour les deux années 2009/2010 - environ 1 point de PIB dans la zone euro, 4 au Japon et jusqu'à 8 aux Etats-Unis.

Efficaces à court terme, ces mesures soulèvent des interrogations quant à leurs effets à plus long terme dans la mesure où rien ne permet de prévoir quel pourrait être alors le comportement des agents économiques. Les ménages choisiraient-ils par exemple de consommer intégralement les revenus supplémentaires ainsi apportés par les mesures de relance budgétaire, auquel cas celles-ci joueraient leur plein effet, ou bien donneraient-ils la priorité à la constitution d'une épargne supplémentaire de précaution dans la perspective de futures dispositions de ponction fiscale considérées comme inévitables, destinées à combler les déficits publics aggravés par ces mêmes mesures de relance, dont l'efficacité serait alors réduite en proportion...

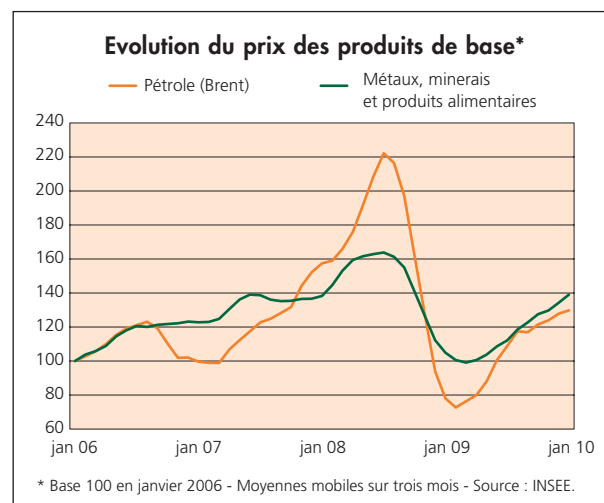
En toute hypothèse, le choix du moment et des modalités de sortie de ces mécanismes de relance se présente comme un exercice particulièrement complexe.

■ Les marchés et les prix, de la tension vers l'apaisement

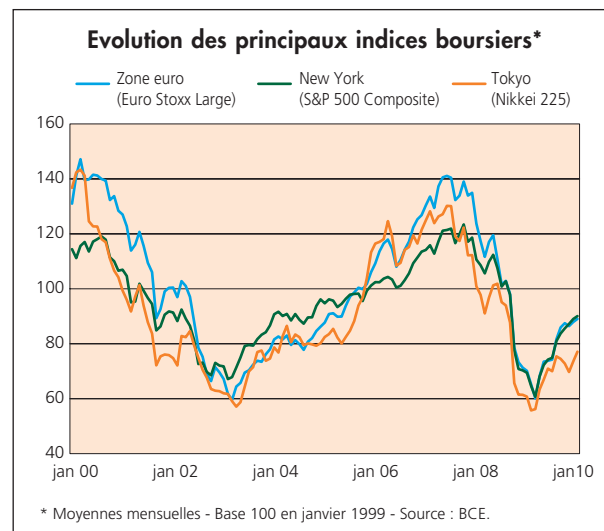
Le rééquilibrage des prix des produits de base

Le prix du baril de **pétrole** (3) avait atteint un point haut en juillet 2008 à 133,4 dollars (moyenne mensuelle) avant de s'effondrer dans la seconde partie de l'année en raison du

ralentissement de la demande dans les pays importateurs jusqu'à un plancher de 40,2 dollars en décembre, soit une chute de -70% en cinq mois. Dès le début de 2009, le cours remontait jusqu'en fin d'année où il s'établissait autour de **75 dollars**, en quasi-doublement sur l'année. Le profil de l'évolution est comparable, quoique moins accentué, pour les **autres produits de base** où l'indice d'ensemble (métaux, minerais et produits alimentaires), après avoir culminé à 252,4 dollars en juillet 2008, chutait jusqu'à 150,6 en février (-40%), et remontait ensuite assez régulièrement pour terminer l'année 2009 autour de **215 dollars**.



Le rebond des marchés boursiers

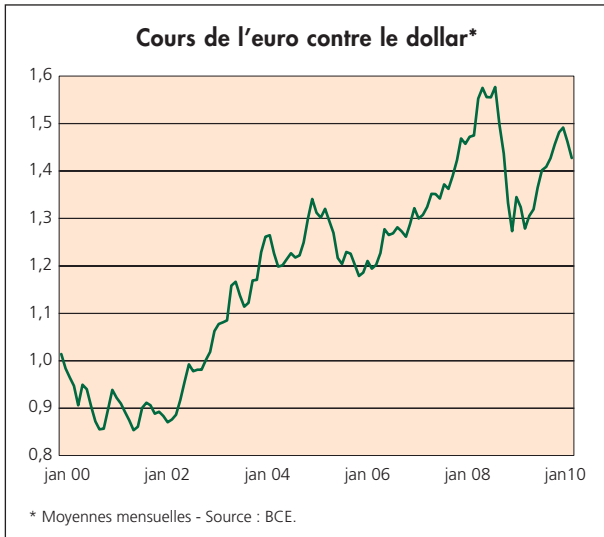


Malgré un léger ressaut au début du printemps 2008, les **marchés boursiers** étaient, de façon continue, orientés à la baisse depuis la fin de l'été 2007. Un plancher était atteint en mars 2009 (le point le plus bas depuis six ans), suivi d'un vif rebond, particulièrement marqué à New York et dans la zone euro (+48% en janvier 2010 par rapport à mars 2009 pour le S&P composite et l'Euro Stoxx large), plus hésitant à Tokyo (+37% sur la même période pour le Nikkei 225).

(3) Pétrole de la mer du Nord ou *brent*.

La capitalisation boursière mondiale, qui avait été quasiment divisée par deux en 2008 (-47%), a progressé en 2009 de +43%, reconstituant ainsi près de la moitié de sa perte de valeur de 2008 (+14 000 milliards de dollars contre -28 000 milliards de dollars en 2008).

L'euro chahuté

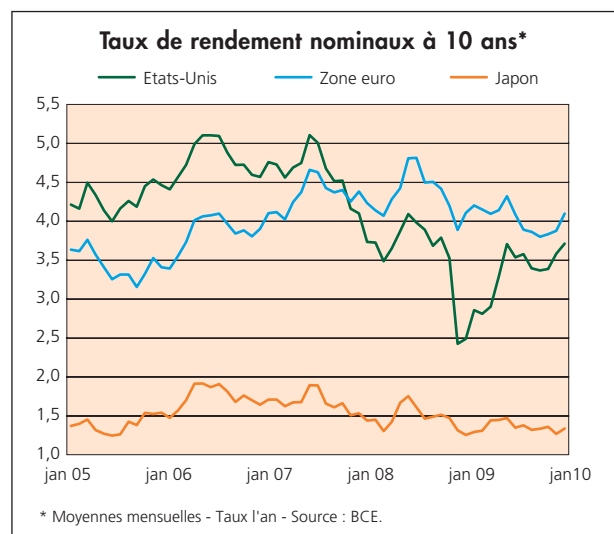
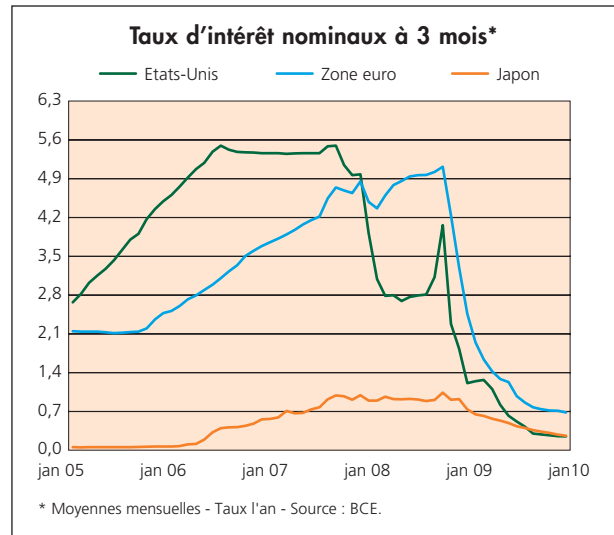


Après avoir atteint un pic historique en juillet 2008 à 1,577 dollar (moyenne mensuelle), l'euro s'est replié jusqu'à 1,273 en novembre (-19,3% en quatre mois) puis 1,279 en février 2009 après un bref rebond au tournant de 2009, avant de s'apprécier de façon continue jusqu'à un maximum de 1,491 en novembre 2009 (+17,1% par rapport au point bas de novembre 2008). Depuis quelques mois, la tendance est à une légère dépréciation de la monnaie européenne, en liaison avec les incertitudes entourant les risques souverains de certains pays de la zone euro.

Des taux d'intérêt courts à des niveaux historiquement bas

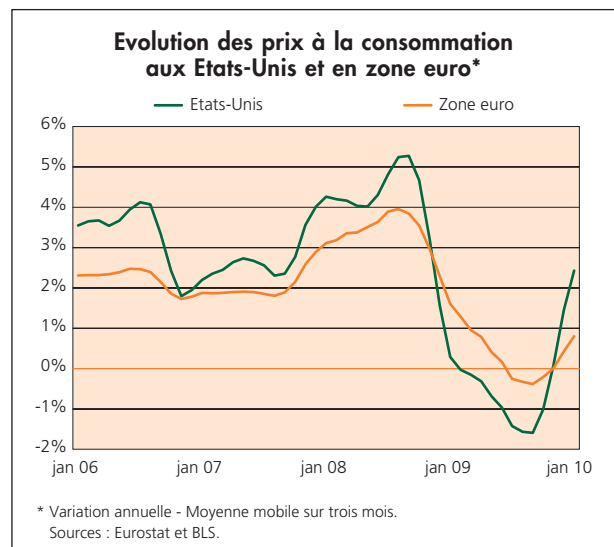
A partir de novembre 2008, dans un climat d'atténuation des tensions monétaires favorisé par la politique de forte baisse des taux menée par l'ensemble des banques centrales, les taux d'intérêt à court terme n'ont cessé de se replier : de façon spectaculaire dans un premier temps (de l'ordre de -300 points de base en quatre mois jusqu'en février 2009, tant en zone euro qu'aux Etats-Unis), puis plus modérément ensuite pour atteindre des niveaux historiquement bas dans les derniers mois de l'année. Les taux à trois mois s'établissaient alors à 0,25% en moyenne mensuelle aux Etats-Unis, qui rejoignait ainsi les niveaux pratiqués au Japon, alors que l'écart entre ces deux pays sur la même échéance atteignait près de 400 points de base en moyenne sur la période janvier 2005 / octobre 2008.

Après une brève contraction fin 2008 aux Etats-Unis, les taux à 10 ans retrouvaient en zone euro et sur l'autre rive de l'Atlantique des niveaux plus proches des tendances de long terme. Début 2010, l'écart entre les taux longs et les taux courts atteignait dans ces deux régions près de 350 points de base.



L'évolution des prix : intermédiaire déflationniste

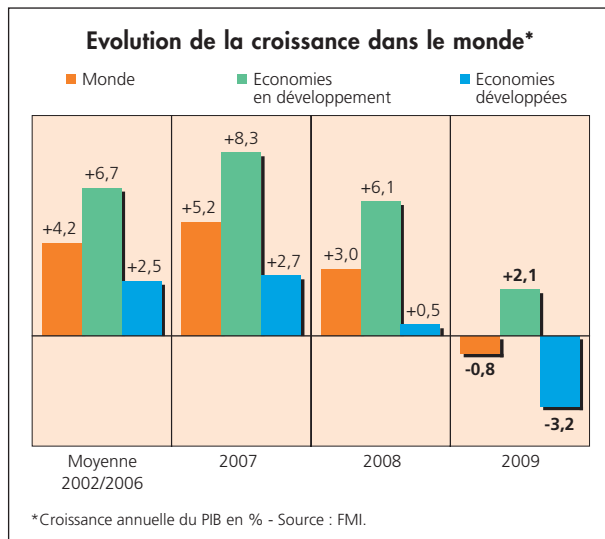
Une forte décélération des prix à la consommation avait suivi, dans la seconde partie de 2008, le pic atteint en juillet dans le sillage de la flambée des produits de base. Cette



décélération s'est accentuée en 2009 avec une entrée en territoire déflationniste jusqu'à l'automne : neuf mois sur dix de recul des prix (jusqu'à un maximum de -2% sur un an en juillet) aux Etats-Unis et cinq mois d'affilée dans la zone euro à partir de juin (sans jamais cependant atteindre -1%). Les deux derniers mois de 2009 et le début 2010 marquent un certain regain d'inflation.

2 LE PAROXYSMES DE LA CRISE A ÉTÉ ATTEINT EN DÉBUT D'ANNÉE 2009 AVANT UN TIMIDE REBOND DE L'ACTIVITÉ

L'économie de la planète a subi en 2009 sa **plus grave crise depuis la seconde guerre mondiale** : l'activité a globalement reculé de **-0,8%** par rapport à l'année précédente. Cette appréciation d'ensemble recouvre cependant deux situations différentes selon le degré d'évolution des économies : les **pays développés** ont été frappés par une très grave récession (recul du PIB de **-3,2%**) alors que les **pays émergents** n'ont enregistré en moyenne qu'un sévère ralentissement de leur croissance (leur PIB a progressé de **+2,1%**, après +6,1% et +8,3% les deux années précédentes).



A l'instar de la production, **le commerce mondial** a lui aussi enregistré en 2009 sa plus mauvaise performance depuis l'après-guerre : le volume des exportations de marchandises s'est contracté de **-12,2%**.

■ Pays développés : une récession particulièrement brutale

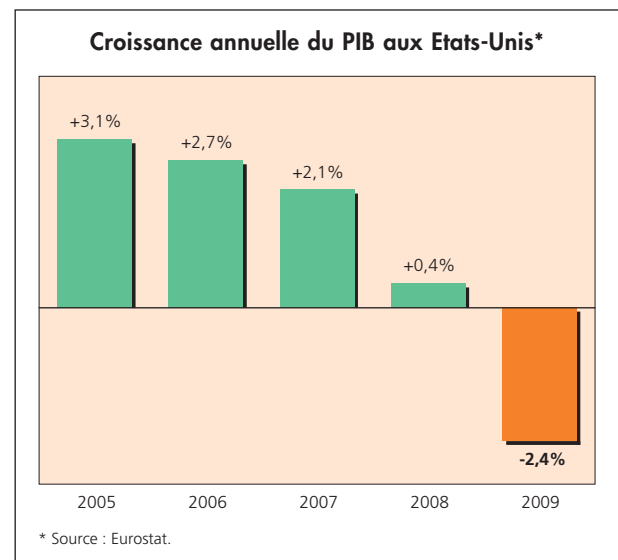
Après s'être maintenue - même ralentie - au premier semestre de 2008, la croissance des pays développés s'est brutalement engagée sur le chemin de la récession à l'automne, accentuant son repli au premier trimestre 2009, avant qu'un timide rebond ne se dessine à partir du printemps.

Toutes les économies développées n'ont pas été frappées avec la même gravité : la contraction du PIB a été comprise entre -2% et -2,5% aux Etats-Unis (ainsi qu'en France, comme on le verra plus loin), alors qu'elle s'est établie autour de -5% en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni.

Les Etats-Unis

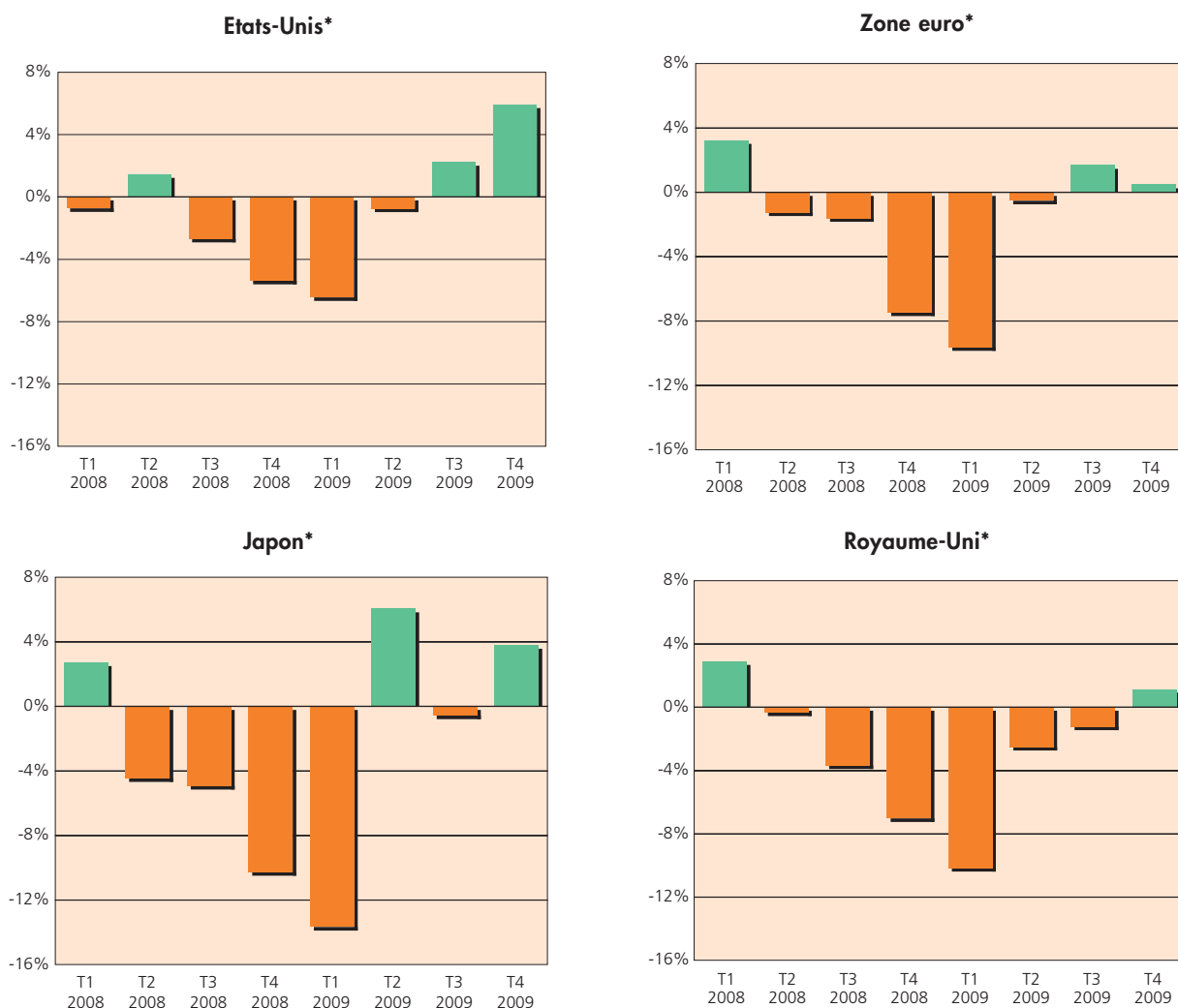
Le **PIB américain** s'est contracté de **-2,4%** en 2009 par rapport à l'année précédente, soit la plus forte baisse de la production nationale des cinquante dernières années. La crise s'est traduite par quatre trimestres successifs de recul du PIB, culminant à -6,4% (taux annualisé) au premier trimestre 2009 après -5,4% au dernier trimestre 2008. Un net rebond s'est produit dans la seconde partie de l'année, avec une hausse trimestrielle du PIB de +2,2% à l'été et de +5,9% au quatrième trimestre (taux annualisés).

La consommation des ménages est en repli de -0,6% (après -0,2% en 2008) : il faut remonter à 1974 pour trouver une baisse plus importante (-0,8%). Deux éléments montrent que la consommation demeure fragilisée : l'encours du crédit à la consommation s'est contracté pour la première fois depuis 1991 (jusqu'à -4,3% en glissement annuel en fin d'année) et le taux d'épargne est remonté (en moyenne annuelle mobile) à 4,3% du revenu disponible brut fin 2009 après avoir atteint un dernier point bas à 1,5% début 2008. Les investissements plongent globalement de -18,3% (chiffre jamais atteint depuis la seconde guerre mondiale), dont -16,7% pour l'équipement des entreprises et -20,4% pour les investissements immobiliers. Les exportations sont en baisse de -9,6% et les importations de -13,9%. Au total, la demande intérieure (stocks inclus) contribue négativement à la croissance pour -3,5 points et le solde extérieur est positif à hauteur de 1,1 point.



Dans l'immobilier résidentiel, secteur qui a généré la crise actuelle, la situation tend à se stabiliser en fin d'année à un niveau extrêmement bas : en termes annualisés, le nombre de mises en chantier a été divisé par près de quatre et celui

La séquence de crise 2008/2009 dans les pays développés : croissance trimestrielle du PIB



* Variations trimestrielles en taux annualisés - Sources : OCDE et INSEE.

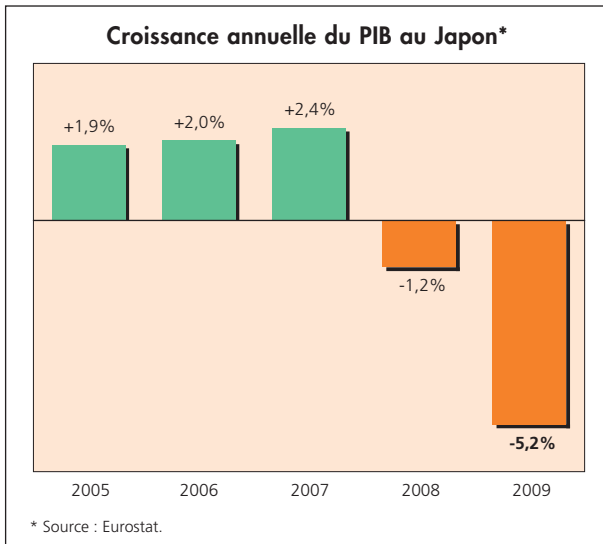
des ventes par plus de trois depuis le pic historique enregistré au tournant des années 2005 et 2006.

Les conséquences de la crise se sont accentuées sur le front de l'emploi pendant la majeure partie de l'année : le **taux de chômage** atteint en décembre **10%** de la population active (taux le plus élevé depuis 1982), soit une augmentation d'un tiers en un an et un doublement par rapport à l'étiage de 2006 et 2007 et, par ailleurs, près de **8,5 millions d'emplois salariés** ont été **supprimés** depuis le point haut atteint en décembre 2007. Parallèlement à la sortie progressive de récession de l'économie, cette dégradation de l'emploi s'est cependant stabilisée en fin d'année.

Le Japon

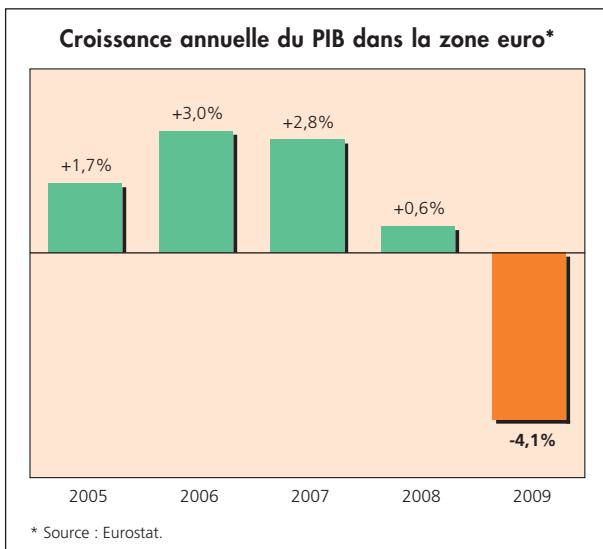
Au Japon, le recul du **PIB** a été le plus important de tous les pays développés : **-5,2%** par rapport à 2008, après **-1,2%**

cette dernière année. La contraction de la production nationale avait commencé au printemps 2008, culminant en fin d'année (-10,3% - taux annualisé - au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent) et dans les premiers mois de 2009 (-13,7% au premier trimestre), avant un faible rebond dans la seconde partie de l'année. Du point de vue de la demande interne, la consommation des ménages a baissé de -1% après -0,7% en 2008, les investissements ont chuté de -14,3% après -2,6% en 2008 et -1,2% en 2007, et seule la consommation publique évolue positivement (+1,6%). Sur le plan des échanges extérieurs, même si le Japon a bénéficié du rebond du commerce international à la mi-2009, les évolutions annuelles marquent un véritable effondrement des exportations (-24% par rapport à 2008) comme des importations (-17%). Le chômage a continué sa progression et s'établit à 5,2% de la population active après 4% l'année précédente. La déflation réapparaît avec un recul annuel des prix de -1,2% après trois années de faible évolution positive.



Le Vieux Continent

En **zone euro**, la crise s'est traduite par cinq trimestres successifs de récession, du printemps 2008 au printemps 2009, avec une nette aggravation au quatrième trimestre 2008 (-1,9% - taux annualisé - en variation trimestrielle) et au premier trimestre 2009 (-2,5%). Un rebond modeste est apparu à l'été, favorisé par le retour à un certain dynamisme des exportations. En moyenne annuelle, si la variation du **PIB** demeurait légèrement positive pour 2008 (+0,6%), ce n'est plus le cas en 2009 où, pour la première fois de son histoire, la zone a enregistré un recul de sa production (-4,1% par rapport à l'année précédente).



Tous les pays composant la zone n'ont pas été frappés avec la même force par la récession :

- Après deux trimestres de baisse du PIB à partir du printemps 2008, **l'Allemagne** a enregistré les plus fortes contractions de sa production nationale aux quatrième trimestre 2008 (-9,4% sur le trimestre précédent en taux annualisé) et au premier trimestre 2009 (-13,4%), avant qu'un rebond se fasse sentir au printemps et s'accélère à

l'été (+2,9% au troisième trimestre), précédant une fin d'année attendiste (croissance nulle à l'automne 2009). En moyenne annuelle, le **PIB** a reculé de -5%, reflet d'une faible demande interne (+0,2% pour la consommation des ménages et -8,9% pour les investissements) et d'exportations en fort recul (-14,2%), malgré un net ressaut au second semestre.

- En **Italie**, le **PIB** a reculé de -4,8% (après déjà -1% en 2008), la contraction des investissements et des exportations y a été particulièrement marquée (respectivement, -12,6% et -20,3%).

- En **Espagne**, la crise immobilière a pesé sur l'activité : le **PIB** s'est contracté de -3,6% (repli de la consommation des ménages de -5,1% et des investissements de -15,3%) et le chômage s'est très vivement accru (18,1% de la population active, soit près de 7 points de plus en un an et 10 en deux ans).

Au **Royaume-Uni**, le **PIB** a enregistré six trimestres successifs de contraction, culminant au premier trimestre 2009 avec un recul de -10,2% (taux trimestriel annualisé). En moyenne annuelle, le PIB a reculé de -5% en 2009, conséquences du repli des composantes de la demande interne (-3,1% pour la consommation des ménages, -14,6% pour les investissements) et externe (-10,9% pour les exportations). Le taux de chômage progresse vivement à 8% de la population active après 5,7% en 2008.

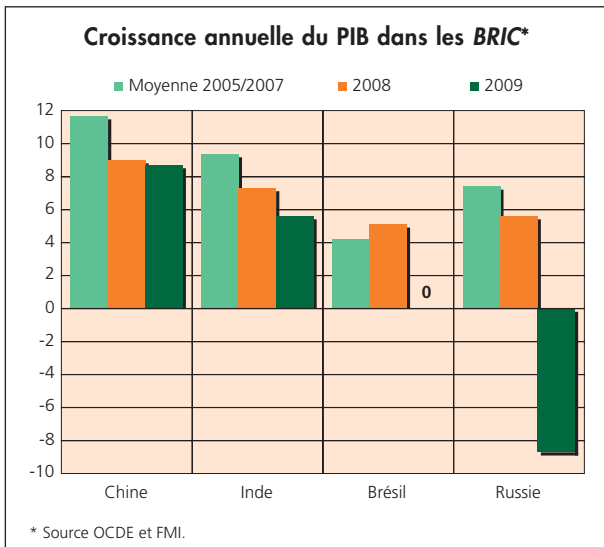
■ Pays émergents : un fort ralentissement ou une contraction de l'activité selon les cas

Dans les pays émergents, la crise s'est traduite globalement par un fort ralentissement de la croissance (+2,1% en 2009 après un taux annuel moyen de +7,5% les cinq années précédentes), mais certaines zones n'ont pas échappé à une nette contraction de l'activité.

- Au sein du **groupe des BRIC** (4), seule la **Russie** enregistre un recul de sa production (le PIB s'y contracte de -8,7% sur un an après une croissance moyenne de +7% l'an au cours des quatre années précédentes). Le PIB du **Brésil** serait en croissance quasi-nulle par rapport à 2008 et celui de **l'Inde** n'enregistrerait qu'un faible ralentissement (+5,6% après +7,3% en 2008). La **Chine** a pour sa part bénéficié de la conjonction de trois facteurs favorables à un redémarrage rapide de son économie : un plan massif de relance budgétaire, un assouplissement des conditions de crédit et une moindre exposition que d'autres pays à la crise financière. L'économie chinoise a pu renouer dès le printemps avec une croissance vigoureuse (croissance annuelle moyenne de +8,7% du **PIB**), marquée notamment par un fort développement de l'investissement productif (+30%). En revanche, les exportations se sont affaiblies (-16%) et l'excédent courant s'est tassé pour la seconde année consécutive après le point haut atteint en 2007 : il n'en demeure pas moins que, selon l'OMC, la Chine serait

(4) Brésil, Russie, Inde et Chine.

devenue en 2009 le premier exportateur de marchandises de la planète, devant l'Allemagne. Les principaux pays voisins de l'Asie émergente ont pu, de leur côté, bénéficier, via leurs exportations, de la forte demande interne chinoise.



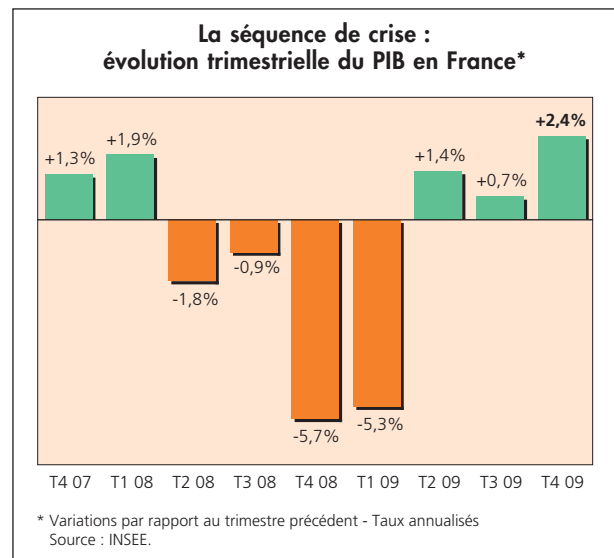
• Dans les **autres régions** émergentes, la situation est contrastée : l'Afrique sub-saharienne enregistre globalement un simple ralentissement de sa croissance (+1,6% après +6,5% en moyenne chacune des cinq années précédentes), tandis que les pays d'Amérique latine voient leur PIB reculer de -2,3% (et jusqu'à -6,8% pour le Mexique) contre une progression de +5,2% l'an en moyenne les cinq années précédentes et ceux d'Europe centrale et orientale de -4,3%.

3 EN FRANCE, UN RECU HISTORIQUE DE L'ACTIVITÉ ENTRAÎNE UNE PROFONDE DÉTÉRIORATION DE LA SITUATION DE L'EMPLOI

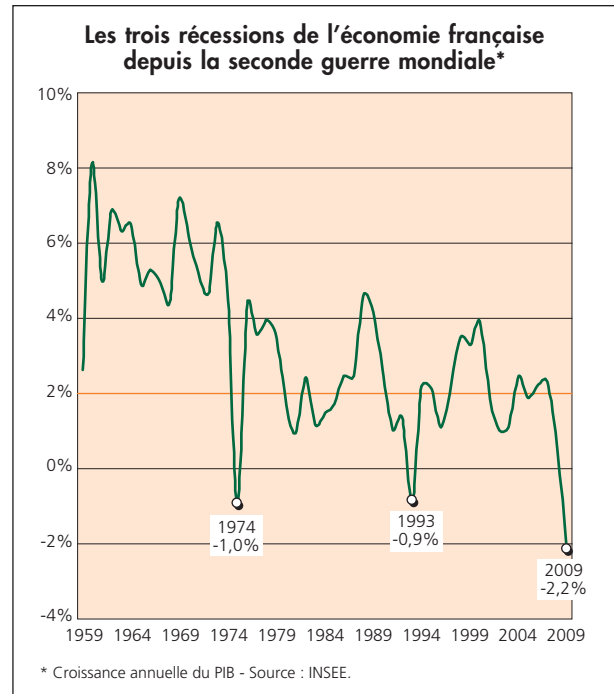
■ Un recul historique, bref mais très violent, de l'activité économique

A l'instar des autres économies développées, et selon une chronologie similaire, un choc d'une grande violence a frappé l'économie française au tournant de l'année 2009. La séquence de crise, engagée au printemps 2008, où le recul de l'activité s'amorçait (-1,8% en variation trimestrielle - taux annualisé - au deuxième trimestre par rapport au premier), a paru s'atténuer à l'été avant d'atteindre son paroxysme au quatrième trimestre 2008 (-5,7% par rapport au trimestre précédent en taux annualisé). Cette contraction historique, sans précédent sur la base des données statistiques homogènes disponibles, s'est poursuivie avec une force comparable début 2009 (-5,3% au premier trimestre). Dès le printemps cependant, un certain rebond se manifestait (+1,4% en taux annualisé par rapport au premier trimestre),

qui devait attendre la fin de l'année pour être confirmé (+2,4% en taux trimestriel annualisé au quatrième trimestre après seulement +0,7% à l'été).



Au cours des six dernières décennies, l'économie française n'avait connu, avant cette épreuve, que deux années de récession, sans que jamais le recul de l'activité n'atteigne l'ampleur enregistrée en 2009. Les précédentes crises de 1975 et de 1993 avaient en effet chacune entraîné une contraction du PIB de l'ordre de -1%, mais la baisse de l'activité est de plus du double en 2009 où la production nationale chute de -2,2% par rapport à l'année précédente.



Le maintien d'une légère croissance positive de la consommation des ménages ne compense pas le recul marqué des investissements des entreprises et l'incidence d'un fort déstockage : au total, la demande intérieure finale pèse négativement sur la croissance à hauteur de -2 points. Les exportations nettes contribuent elles aussi négativement pour -0,2 point.

Récapitulatif des principaux taux

Les principaux taux caractéristiques (Taux l'an)	Année 2009											
	J	F	Ms	A	M	Jn	Jt	At	S	O	N	D
Marché monétaire												
• TAM (taux annuel monétaire)	3,7984	3,5638	3,2947	3,0264	2,7394	2,4575	2,1200	1,7736	1,4432	1,1423	0,9067	0,7243
• TEMPE (ou EONIA) jour le jour	1,8404	1,2583	1,0565	0,8549	0,7649	0,6831	0,3537	0,3458	0,3584	0,3564	0,3585	0,3476
• TIBEUR (ou EURIBOR) à 1 mois	2,169	1,630	1,271	1,014	0,890	0,911	0,612	0,509	0,455	0,430	0,436	0,479
• TIBEUR (ou EURIBOR) à 3 mois	2,483	1,945	1,637	1,425	1,287	1,226	0,978	0,861	0,771	0,738	0,716	0,712
• TIBEUR (ou EURIBOR) à 6 mois	2,566	2,036	1,776	1,611	1,486	1,434	1,215	1,116	1,042	1,017	0,993	0,995
• TIBEUR (ou EURIBOR) à 1 an	2,648	2,137	1,910	1,774	1,650	1,609	1,414	1,335	1,261	1,243	1,230	1,242
Marché obligataire												
• Marché primaire (TMO)	3,84	3,94	3,92	3,91	4,05	4,16	3,92	3,80	3,85	3,81	3,81	3,74
• Marché secondaire	3,98	3,90	3,92	3,90	4,25	4,06	3,88	3,73	3,82	3,81	3,71	3,76
Taux de rendement*	3,97						3,82					

* Taux semestriel de rendement brut à l'émission des obligations du secteur privé.

Taux effectifs moyens* pratiqués par les établissements de crédit et seuils de l'usure* <small>(application des articles L 313-3 du Code de la consommation et L 313-5-1 du Code monétaire et financier concernant l'usure)</small>	Taux effectifs moyens				Seuils de l'usure				
	1 ^{er} trim. 2009	2 ^e trim. 2009	3 ^e trim. 2009	4 ^e trim. 2009	2 ^e trim. 2009	3 ^e trim. 2009	4 ^e trim. 2009	1 ^{er} trim. 2010	
Prêts aux particuliers									
<i>1. Prêts immobiliers</i>									
• Prêts à taux fixe	5,87	5,26	5,04	4,93	7,83	7,01	6,72	6,57	
• Prêts à taux variable	5,95	5,27	4,59	4,44	7,93	7,03	6,12	5,92	
• Prêts relais	6,04	5,27	4,94	4,80	8,05	7,03	6,59	6,40	
<i>2. Prêts autres qu'immobiliers</i>									
• Prêts ≤ 1 524 € (1)	16,02	16,19	16,05	16,09	21,36	21,59	21,40	21,45	
• Découverts en compte, prêts permanents et FVC > 1 524 € et prêts viagers hypothécaires (1)	15,69	15,47	15,15	14,78	20,92	20,63	20,20	19,71	
• Prêts personnels et autres > 1 524 €	7,53	7,07	6,90	6,66	10,04	9,43	9,20	8,88	
Prêts accordés aux personnes morales n'ayant pas d'activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale									
• Financement des ventes à crédit	8,77	8,75	8,11	7,93	11,69	11,67	10,81	10,57	
• Prêts à taux variable > 2 ans	5,89	4,82	4,37	4,15	7,85	6,43	5,83	5,53	
• Prêts à taux fixe > 2 ans	6,05	5,39	5,19	4,96	8,07	7,19	6,92	6,61	
• Découverts en compte (2)	10,60	10,09	9,87	9,91	14,13	13,45	13,16	13,21	
• Autres prêts ≤ 2 ans	6,04	5,04	4,65	4,28	8,05	6,72	6,20	5,71	
Prêts accordés aux personnes physiques agissant pour leurs besoins professionnels et aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale									
• Découverts en compte (2)	10,60	10,09	9,87	9,91	14,13	13,45	13,16	13,21	

Taux moyen pratiqué (TMP) :

Le taux moyen pratiqué (TMP) est le taux effectif des prêts aux entreprises d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable, d'un montant inférieur ou égal à 152 449 euros. Ce taux est utilisé par la direction générale des impôts pour le calcul du taux minimum des intérêts déductibles sur les comptes courants d'associés.

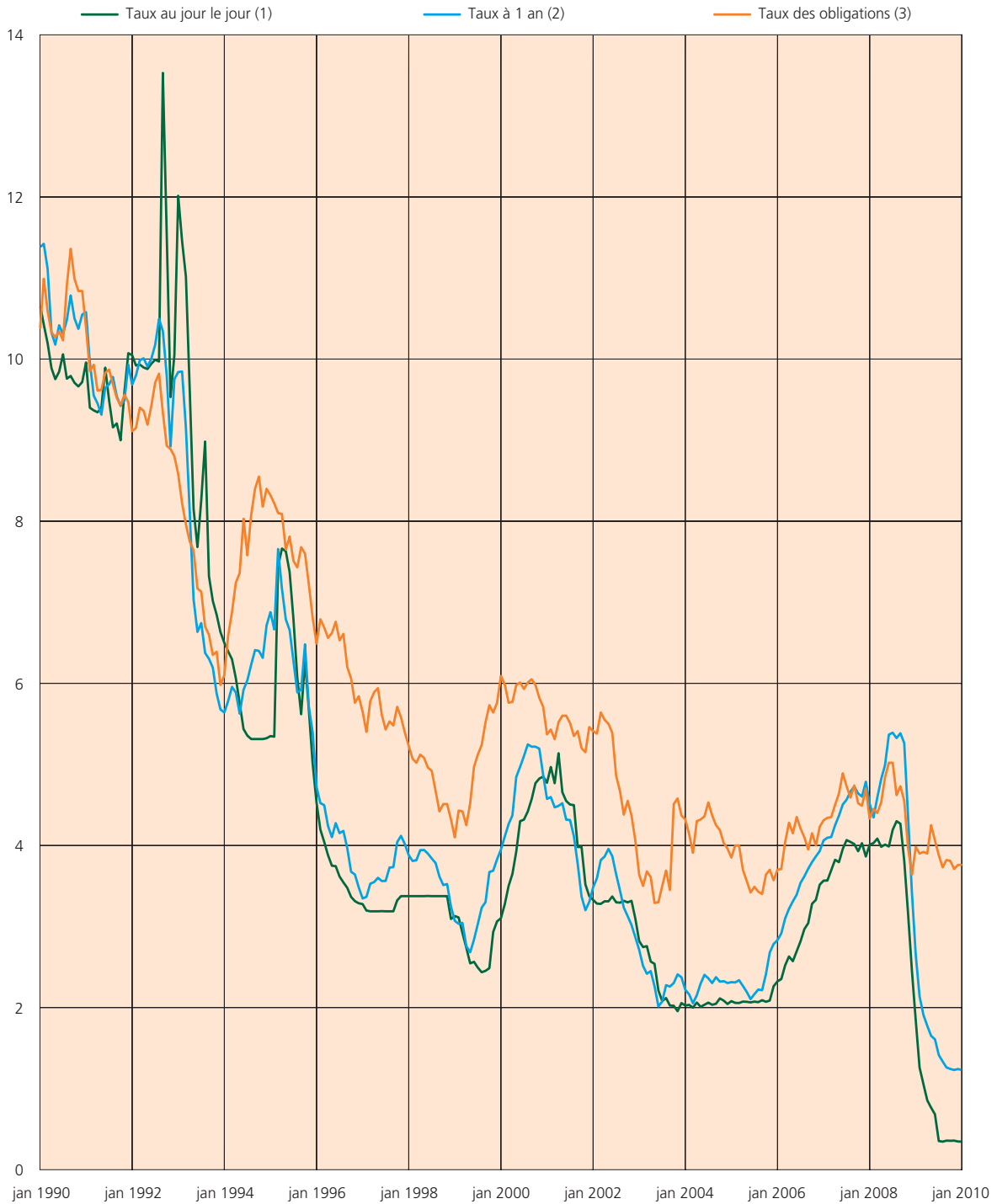
Le taux effectif moyen pratiqué par les établissements de crédit au cours du premier trimestre de 2009 pour cette catégorie de prêts est de 5,89%. Le taux effectif moyen pratiqué par les établissements de crédit au cours du deuxième trimestre de 2009 pour cette catégorie de prêts est de 4,82%. Le taux effectif moyen pratiqué par les établissements de crédit au cours du troisième trimestre de 2009 pour cette catégorie de prêts est de 4,37%. Le taux effectif moyen pratiqué par les établissements de crédit au cours du quatrième trimestre de 2009 pour cette catégorie de prêts est de 4,15%.

(1) Pour apprécier le caractère usuraire du taux effectif global d'un découvert en compte ou d'un prêt permanent, le montant à prendre en considération est celui du crédit effectivement utilisé.

(2) Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours des mois de janvier et octobre 2009 s'est élevé à 0,05% du plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours des mois d'avril et juillet 2009 s'est élevé à 0,06% du plus fort découvert du mois.

* Taux l'an.

Taux nominaux pratiqués en France au cours des vingt dernières années

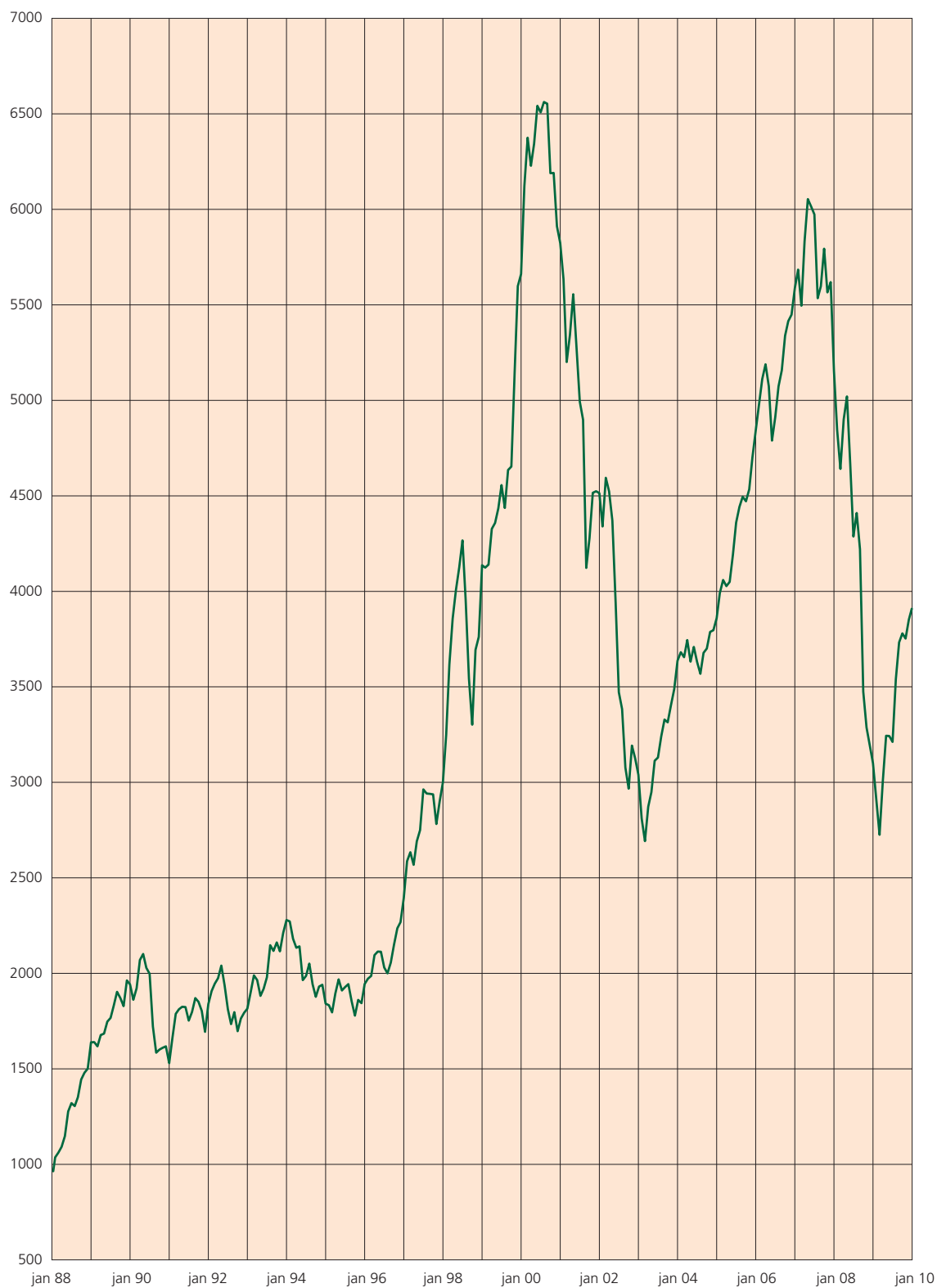


(1) Jusqu'en décembre 1998, taux du marché interbancaire au jour le jour ; depuis janvier 1999, TEMPE (taux moyen pondéré en euro) ou EONIA (Euro OverNight Index Average).

(2) Jusqu'en décembre 1998, taux d'intérêt offert à Paris (TIOP) à 1an ; depuis janvier 1999, TIBEUR (Taux Interbancaire Offert en Euro) ou EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) à 1 an.

(3) Taux de rendement brut des obligations du secteur privé, marché secondaire.

Evolution du CAC 40 à la Bourse de Paris depuis son origine en 1988*



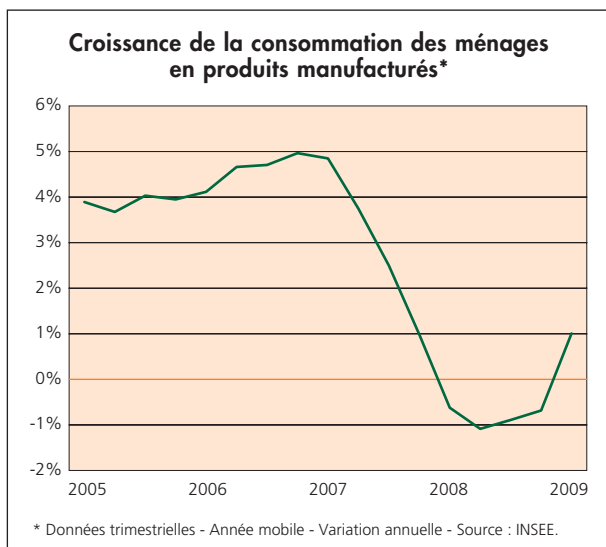
* Moyennes mensuelles - Base 1000 au 31.12.1987 - Source Euronext.

Les revenus et les dépenses des ménages

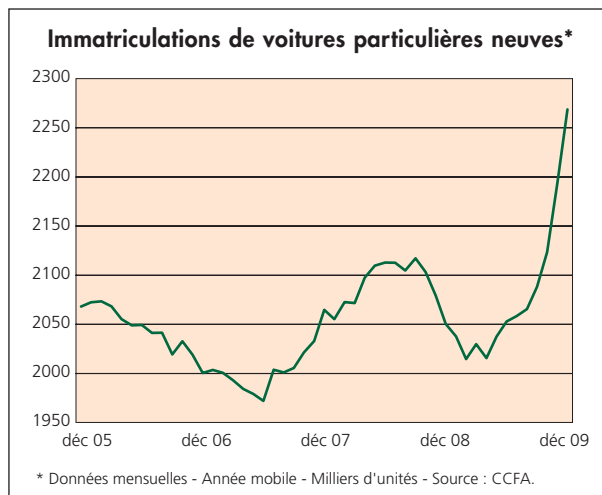
Le net ralentissement du revenu disponible brut (+1,9% en 2009 après +3,5% l'année précédente) a été très largement compensé par la forte décélération de l'inflation. Il en est résulté une hausse sensible du **pouvoir d'achat du RDB des ménages** (+2,1% après +0,7% en 2008).

Le **taux d'épargne** des ménages a crû, trimestre après trimestre, depuis l'automne 2008, gagnant deux points jusqu'au troisième trimestre 2009 (de 14,9% à 16,9%), avant de se replier légèrement fin 2009 à 16,3%. En moyenne sur l'année, il s'établit à **16,4%** pour 2009, soit le niveau le plus élevé depuis 2002.

Au cours des trois premiers trimestres de l'année - et hormis un bref ressaut au printemps 2009 -, la consommation des ménages n'a que peu progressé d'un trimestre à l'autre. Un véritable rebond est apparu en fin d'année (+3,8% en taux annualisé par rapport au troisième trimestre), tout particulièrement dans le secteur des produits manufacturés (+12,3%), sous l'effet du regain de dynamisme du marché de l'automobile, largement aidé par les mesures gouvernementales de soutien. En termes de moyenne annuelle, la **consommation en produits manufacturés** retrouve une évolution positive (+1% contre un recul de -0,6% en 2008), mais la vitesse de progression reste très inférieure aux années précédant la crise actuelle (+4,1% en moyenne sur les quatre années 2004/2007).

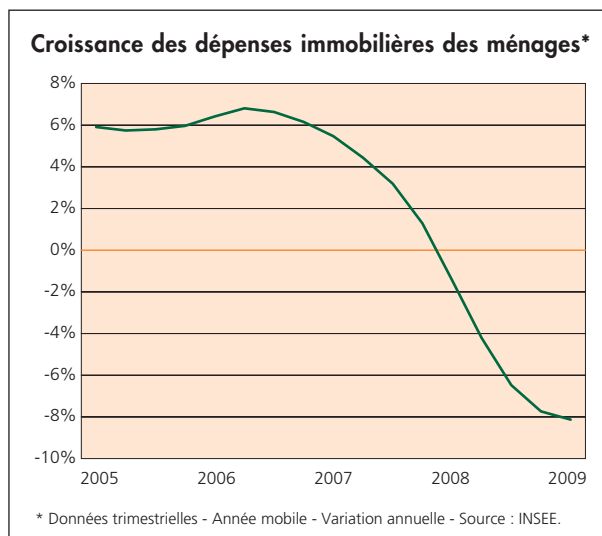


« Prime à la casse » et « bonus-malus » ont largement profité au **secteur de l'automobile** qui a enregistré au troisième trimestre des taux de progression spectaculaires (+48,3% sur un an en novembre et +48,6% en décembre). Sur l'année, les **immatriculations** de voitures particulières neuves sont en hausse de **+10,7%**, meilleure performance des dix dernières années, et atteignent 2,27 millions d'unités, soit le plus haut niveau depuis juin 2000 en termes d'année mobile. Sur le marché de l'occasion, les transactions confirment leur recul de l'année précédente (-2,8% avec 5,25 millions d'unités sur l'année, après -3,2% en 2008).



Au total, la consommation des ménages aura contribué positivement à la croissance du PIB à hauteur de +0,5 point, dont +0,2 point pour les seuls produits manufacturés.

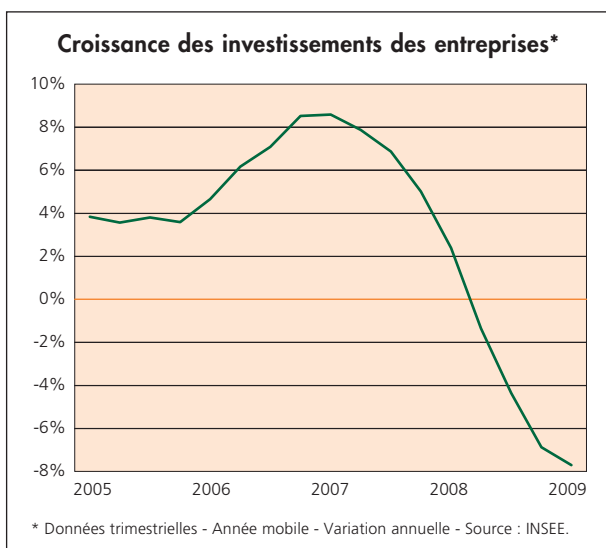
L'automne 2009 marque le septième trimestre consécutif de recul des **investissements immobiliers des ménages** : il faut remonter au choc immobilier du début des années 1990 pour retrouver une séquence négative aussi longue. Les dépenses en logement auront ainsi reflué de **-8,1%** en 2009, après -1,4% l'année précédente et contre une hausse moyenne proche de +6% chacune des trois années précédentes. Les investissements des ménages contribuent négativement à la croissance du PIB pour -0,4 point en 2009.



Les investissements des entreprises en recul

L'investissement des entreprises recule sans discontinuer depuis le printemps 2008, avec un « creux » particulièrement marqué au tournant des années 2008 et 2009 : en termes de produits manufacturés, la contraction atteignait -20,3% en taux annualisé à l'automne 2008 par rapport au trimestre précédent et culminait à -23,1% au premier trimestre 2009. Le rythme de baisse s'est atténué dans la seconde partie de 2009 (-1,1% et -2% respectivement aux troisième et quatrième trimestres) mais le retour à la croissance se fait

toujours attendre. Sur l'ensemble de l'année, la formation brute de capital fixe des entreprises - tous biens et services confondus - recule de **-7,7%** contre +2,4% en 2008 et elle contribue négativement à la croissance du PIB pour **-0,9** point. Dans le seul secteur des **produits manufacturés**, la baisse atteint **-13,3%** (contre +1,7% l'année précédente).



L'évolution des différents secteurs d'activité

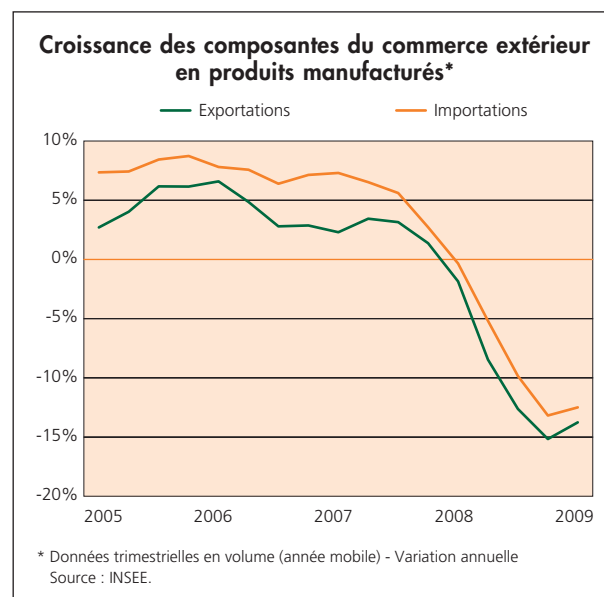
La valeur ajoutée totale créée en 2009 par les différentes branches est en recul de **-2,2%** par rapport à l'année précédente. Le secteur de l'**industrie manufacturière**, après une chute d'un trimestre sur le précédent de **-20%** à **-25%** en taux annualisés au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 (et jusqu'à **-70%** à l'automne 2008 pour l'industrie automobile), est en repli sur l'année de **-10,1%** et contribue pour **-1,3** point à la variation d'ensemble (soit 60% de cette variation pour un secteur ne représentant que 12% de l'activité totale). Le secteur du **BTP** (5% du total) se contracte de **-5,8%** avec une contribution négative de **-0,3** point. Dans les services marchands, le **commerce** (10% du total) est en baisse sur l'année de **-3,3%** (mais avec des reculs trimestriels proches de **-10%** fin 2008 et de **-7%** au premier trimestre 2009 en taux annualisés), contribuant négativement pour **-0,3** point. Les **services aux entreprises** (17% du total) reculent de **-3,1%**, avec une contribution négative de **-0,5** point. Seuls les **services non-marchands** (éducation, santé et action sociale, soit 21% du total de la valeur ajoutée produite) enregistrent une légère progression (**+1,3%**), contribuant positivement pour **0,3** point.

La forte dégradation des échanges extérieurs

L'effondrement des échanges internationaux fin 2008 / début 2009 s'est répercuté violemment sur les échanges extérieurs français : les exportations ont chuté de **-22,7%** (taux annualisé) à l'automne 2008 par rapport au troisième trimestre puis de **-26,3%** au premier trimestre 2009 (reculs atteignant respectivement **-28,3%** et **-33,6%** pour les seules

exportations en produits manufacturés). Les importations se contractaient parallèlement de **-15%** et **-21,4%** aux mêmes périodes. Dès le printemps 2009 cependant, les exportations en produits manufacturés ont été stimulées, dans le domaine automobile, par les mesures de soutien intervenues chez nos principaux clients (en premier lieu l'Allemagne). Elles ont ensuite bénéficié du fort ressaut du commerce international à partir de l'été : elles ont ainsi progressé, d'un trimestre sur l'autre, de **+5,6%** (taux annualisé) au deuxième trimestre, puis de **+15,7%** à l'été avant de ralentir à **+6%** en fin d'année. Le rebond des importations a été plus tardif mais bien marqué en fin d'année (**+25,4%** en taux annualisé à l'automne par rapport au trimestre précédent pour les produits manufacturés). Sur l'ensemble de l'année, les **exportations** reculent en volume de **-11,2%** par rapport à 2008 (**-13,8%** pour les produits manufacturés) : il s'agit là de la baisse la plus importante enregistrée depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Les **importations** se contractent de **-9,7%** contre **+0,6%** en 2008. Le solde extérieur contribue négativement à la croissance du PIB à hauteur de **-0,2** point pour 2009.

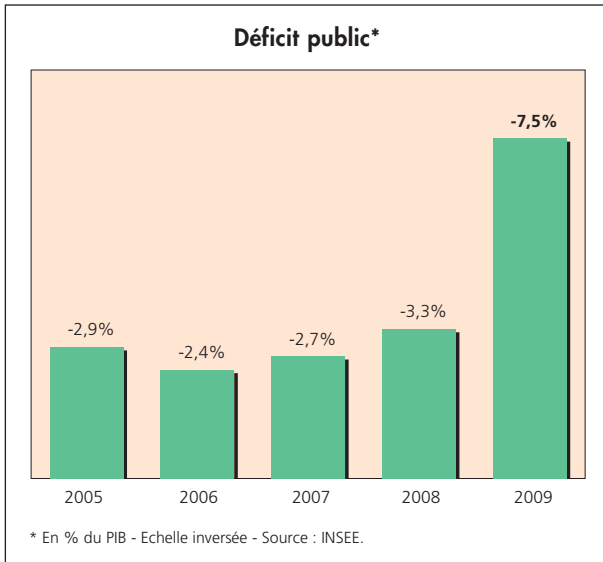
En valeur, l'allègement de la facture énergétique, lié au repli du prix du pétrole, permet une réduction du déficit commercial, qui revient à 43 milliards d'euros, après 55,1 milliards d'euros en 2008.



L'impact de la crise sur les finances publiques

En 2009, le **déficit public notifié** s'est élevé à 144,8 milliards d'euros, en augmentation de 80,1 milliards d'euros sur un an (**+124%**), atteignant ainsi **-7,5% du PIB** après **-3%** en moyenne chacune des cinq années précédentes. Cette augmentation résulte de la conjonction d'un **fort recul des recettes publiques** (**-4,3%** sur un an, contre une hausse de **+2,6%** en 2008) lié à une baisse des recettes tirées de l'impôt sur le revenu, le patrimoine et sur les sociétés du fait de la crise et des mesures de trésorerie incluses dans le plan de

relance, et d'une **hausse sensible des dépenses (+3,8%** soit une progression identique à celle enregistrée en 2008) qu'entraîne la forte augmentation des prestations chômage et d'assistance sociale (RSA, primes exceptionnelles dans le cadre du plan de relance). Exprimé en pourcentage du PIB, le déficit public français en 2009 est ainsi légèrement supérieur (de +1,4 point) au déficit moyen de la zone euro, mais nettement plus élevé (+4,3 points) que le déficit allemand et sensiblement inférieur au déficit britannique (-5 points).



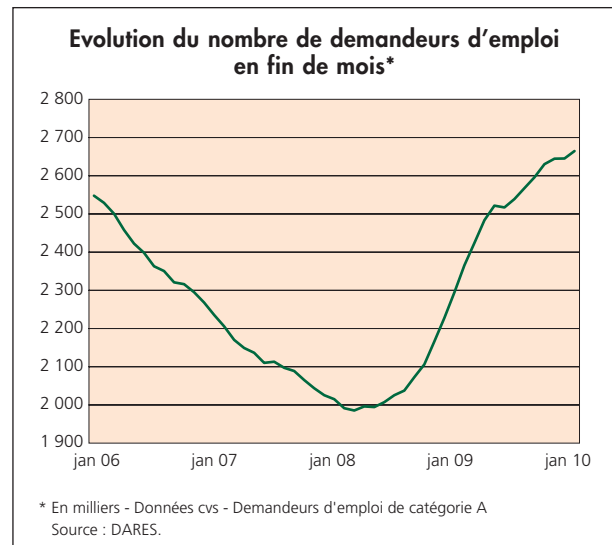
A la fin de 2009, la **dette publique notifiée** (dette au sens du traité de Maastricht) s'est élevée à 1 489 milliards d'euros, soit **77,6% du PIB** et une hausse de 10,1 points en un an (la dette était de 67,5% du PIB à fin 2008). La dette accélère fortement sa progression : celle-ci est de +13,2% sur douze mois (après +8,8% et +5,1% les deux années précédentes). On rappellera que la dette publique s'élève à fin 2009 à 68,7% au Royaume-Uni (+16,7 points en un an), à 78,7% du PIB en Allemagne (+11,6 points en un an) et à 84,8% aux Etats-Unis (+14,4 points en un an). Pour mémoire, le poids de la dette publique était de 218,6% du PIB au Japon à fin 2009, en hausse de +22 points par rapport à l'année précédente.

■ Une rapide et forte dégradation de la situation de l'emploi

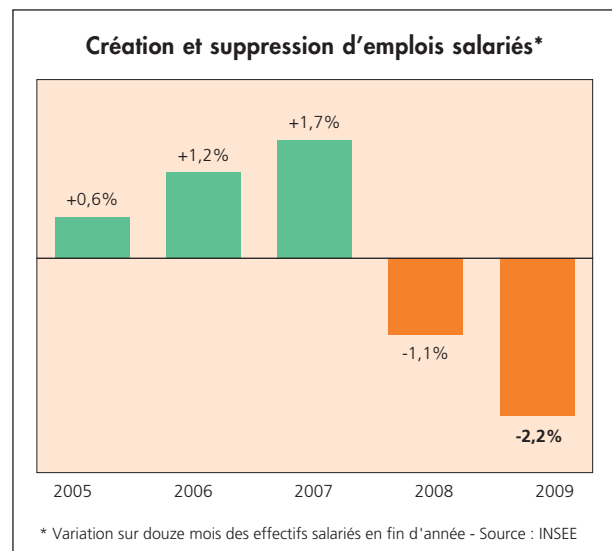
Le chômage en vive hausse

Le **taux de chômage** en métropole (au sens du BIT) s'était établi, au premier trimestre 2008, avec 7,2% de la population active, à son point le plus bas depuis vingt-cinq ans. Dès le printemps 2008, ce taux repartait à la hausse, en accélérant sa progression tout au long de 2009 (jusqu'à +1,8 point sur un an aux deuxième et quatrième trimestres), atteignant **9,6% en moyenne à l'automne** (et même 10% si l'on inclut les DOM) et retrouvant ainsi son niveau de la fin 1999. En moyenne annuelle, le taux gagne +1,7 point par rapport à 2008, soit une progression d'une ampleur sans précédent.

Le nombre de **demandeurs d'emplois** s'est élevé à **2,7 millions de personnes** au quatrième trimestre 2009, en progression de **+23,8% sur un an** (en légère inflexion en cours d'année puisque la hausse était de +27% au printemps - ampleur inédite depuis 1976 - et +25,2% au troisième trimestre). La situation se dégrade particulièrement pour les **moins de 25 ans**, dont le taux de chômage atteint 24% au dernier trimestre et - en moyenne sur l'année - le **record historique de 23,4%** (+4,4 points par rapport à 2008) ; il est de 8,7% au dernier trimestre pour les 25/49 ans, au plus haut depuis dix ans mais encore inférieur de 1,5 point à son pic du printemps 1997 et de 6,7% pour les plus de 49 ans, au plus haut en moyenne annuelle depuis cinq ans.



Des destructions d'emplois qui se multiplient



Mesurée d'un trimestre sur l'autre, **l'évolution des effectifs salariés** de l'ensemble des secteurs marchands (hors agriculture) avait été positive depuis le printemps 2002. Elle s'est orientée à la baisse au deuxième trimestre 2008 (-0,4% par rapport au trimestre précédent, avec 64 800 emplois

supprimés) pour s'accroître jusqu'au premier trimestre 2009 (-1% avec 158 300 emplois en moins), avant de s'atténuer régulièrement jusqu'à -0,1% à l'automne (-20 300 emplois). Au total, en fin d'année, la contraction des effectifs est de **-2,2% sur un an (357 500 emplois supprimés)**, après -1,1% en 2008 (-173 600 emplois). C'est dans l'industrie que les pertes d'emplois sont les plus importantes : les effectifs se contractent de -4,9% sur un an à fin 2009 (après -2,3% en 2008) avec près de la moitié du total des emplois détruits. Le secteur de la construction enregistre un recul de ses effectifs de -3,4% (49 900 emplois détruits) et celui du tertiaire marchand limite son repli à -1,2% sur un an avec 134 700 emplois supprimés.

On retrouve, dans l'évolution du **marché de l'interim**, traditionnellement très lié aux inflexions de la conjoncture économique, la tendance à une **atténuation du mouvement de repli en fin d'année** : le nombre de salariés intérimaires, en recul de -21% sur un an fin 2008, se contractait de -35% au premier trimestre 2009, avant de ralentir (-29% au printemps et -21% durant l'été) jusqu'à seulement -3,6% au dernier trimestre 2009.

4 PERSPECTIVES 2010 : REPRISE PÉRENNE OU SIMPLE EMBELLIE ?

Au moment où ce texte est rédigé, la phase récessive aiguë est semble-t-il derrière nous et le pronostic d'une reprise de la croissance pour 2010 dans les zones développées est largement partagé, bien que d'ampleur variable selon les pays.

En toute hypothèse, cette croissance renaissante n'a encore retrouvé ni sa robustesse, ni son autonomie : une phase de restockage explique en grande partie le rebond de l'activité. Mais il s'agit là d'une reprise « molle », qui repose en grande partie sur le soutien des politiques publiques et où les déterminants de la demande intérieure (consommation et investissement) n'ont pas encore pris le relais, faute d'un environnement propice (la montée du chômage bride la consommation des ménages, de même que la modestie des perspectives de la demande et des capacités de production toujours largement sous-utilisées ne favorisent pas une nette reprise de l'investissement des entreprises).

S'y ajoute le fait qu'autant la stimulation budgétaire des plans de relance a constitué un facteur clef pour stopper la récession et remettre la machine économique en état de marche, autant il convient maintenant d'éviter que cette stimulation ne se traduise à terme par un déséquilibre persistant et fortement accru des finances publiques. Un tel déséquilibre, outre qu'il jouerait contre la confiance, élément fondamental sans lequel il est vain d'espérer une franche reprise de la consommation des ménages comme de l'investissement des entreprises, serait de nature, par une augmentation excessive, à créer les conditions d'un endettement public insupportable pour certaines zones ou certains Etats où le risque souverain deviendrait alors d'actualité. Signe tangible d'une telle évolution, en février 2010, la Grèce était obligée d'emprunter sur les marchés à un taux supérieur de 332 points de base à celui dont peut bénéficier l'Allemagne.

En dernier lieu, et ce n'est pas là le point le moins important, cet assainissement des finances publiques doit aller de pair avec un ensemble de réformes de structures concernant, notamment, le domaine de la régulation financière. De ce dernier point de vue, si des progrès ont été réalisés, on constatera simplement que, parmi les multiples difficultés de la tâche, la mise en place d'un cadre de régulation harmonisé au plan international est rendu d'autant plus difficile que les conditions de financement de l'économie sont très différentes entre les deux rives de l'Atlantique. Dans les pays de l'Europe continentale, dans près de 80% des cas, le financement de l'économie est assuré par le crédit bancaire : les banques interviennent en tant qu'intermédiaires et collectent auprès des épargnants des fonds qu'elles prêtent ensuite aux acteurs exprimant des besoins de financement. Aux Etats-Unis, et dans la même proportion, la situation est inverse et la préférence va au marché, les emprunteurs levant directement des fonds auprès des épargnants en leur vendant des titres (actions, obligations, ...). Une telle dichotomie structurelle n'est pas de nature à faciliter la recherche d'une solution commune.

Dans cet environnement particulièrement complexe, bien des évolutions - contraintes ou volontaires, parfois surprenantes - sont possibles sur les plans financier, économique, social, voire politique, dans les mois ou les années qui viennent. L'avenir est plus que jamais difficilement prévisible, mais si nul n'est aujourd'hui en mesure de décrire précisément ce que sera le paysage une fois le calme revenu, chacun pressent qu'il ne reproduira pas celui qui précédait la tourmente.