

Développements internationaux



Marchés financiers

Visibilité faible et risques élevés

Les inquiétudes sur les dettes souveraines dans la zone euro suscitent depuis l'été un regain de tensions sur les marchés financiers. Ces tensions se sont transmises aux marchés interbancaires et se traduisent par une hausse globale des primes de risque.

Dans ce contexte, les politiques monétaires des économies avancées restent nettement expansionnistes et de nouvelles mesures non conventionnelles ont été mises en place cet automne. Les grandes banques centrales tentent ainsi de faire face aux perspectives de croissance affaiblies, à la baisse attendue de l'inflation, et au risque accru de contraction du crédit.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,37 dollar, 105 yens et 0,88 livre pour un euro.

Les écarts de taux obligataires ont augmenté au sein de la zone euro

L'inquiétude concernant la situation des dettes souveraines de la zone euro suscite des tensions sur les marchés financiers. Les taux d'intérêt des dettes souveraines les moins bien notées (Grèce, Portugal, Italie et Espagne) ont ainsi fortement augmenté depuis l'été dernier (cf. graphique 1). L'écart entre les taux italien et allemand a atteint plus de 450 points de base en novembre 2011. L'écart entre les taux à dix ans français et allemand a éga-

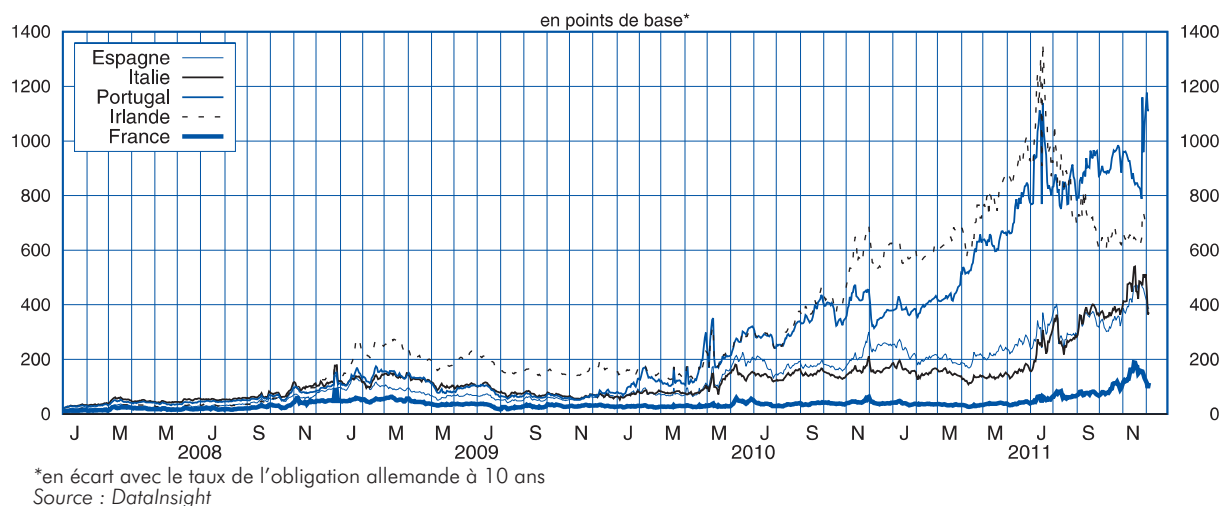
lement augmenté, s'élevant à 146 points de base en moyenne au cours du mois de novembre. Dans le même temps, un effet de fuite vers la qualité a fait baisser les taux des titres souverains considérés comme les plus sûrs (Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni).

L'incertitude sur l'évolution des marchés obligataires de la zone euro est très forte en cette fin d'année 2011. Dans ce contexte, notre scénario suppose à titre conventionnel que les taux se maintiendront en prévision à leur dernier niveau observé.

Regain de tensions sur le marché interbancaire

L'exposition des institutions bancaires aux dettes souveraines de la zone euro rend plus difficile leurs conditions de financement. Les tensions sont ainsi fortes depuis août sur les marchés interbancaires européens, à des niveaux comparables à ceux observés au début de l'année 2008 (cf. graphique 2). Bien que moins touché, le marché interbancaire américain subit également des tensions, notamment par un effet de contagion des risques en provenance de la zone euro. Deux tiers des banques interrogées dans l'enquête du crédit de la réserve fédérale américaine (Fed) indiquent ainsi avoir resserré leurs conditions d'octroi de crédit auprès des banques européennes au troisième trimestre.

1 - Les écarts se sont accentués entre les taux souverains de la zone euro



Les politiques monétaires restent nettement expansionnistes

Face à ces tensions financières, les politiques monétaires restent nettement expansionnistes. Depuis novembre, la Banque centrale européenne (BCE) a baissé son taux directeur de 50 points de base à 1 %. Aux États-Unis, la Fed avait de son côté annoncé qu'elle le maintiendrait à 0,25 % jusqu'en 2013. Par ailleurs, des mesures non conventionnelles supplémentaires ont été mises en place au début du quatrième trimestre. La Fed a ainsi lancé une opération « twist » (vente de bons du trésor de courte échéance contre l'achat de bons du trésor à échéance plus longue) et la BCE des opérations de refinancement à long terme et des rachats d'obligations souveraines.

Compte tenu de l'affaiblissement des perspectives de croissance au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a lancé en octobre un programme d'assouplissement quantitatif, le troisième depuis 2009. Quant à la Banque centrale japonaise (BoJ), elle intervient sur le marché des changes pour tenter d'endiguer l'appréciation du Yen.

Enfin, face au ralentissement de l'activité mondiale et aux pressions inflationnistes qui se modèrent, les pays émergents devraient mener des politiques monétaires plus accommodantes dans les mois qui viennent.

Les conditions d'octroi de crédit se resserrent dans la zone euro

Ce contexte est de nature à peser, d'ici mi-2012, sur la distribution de crédit au sein de la zone euro. En effet, la dégradation des perspectives à la fois financières et économiques inciterait les institutions

bancaires de la zone euro à resserrer leurs conditions d'octroi de crédit, ainsi que l'indiquent les enquêtes de la BCE en octobre (cf. graphique 3).

Aux États-Unis, les enquêtes d'opinion réalisées par la Fed ne signalent pas de véritable contraction du crédit, mais témoignent d'une baisse de la demande du crédit industriel et commercial au troisième trimestre, notamment pour les petites entreprises.

Les marchés boursiers européens sont en baisse par rapport au début d'année

Au quatrième trimestre 2011, les marchés boursiers européens n'ont pas effacé les pertes du mois d'août 2011, et l'écart s'est creusé avec le marché américain (cf. graphique 4). Fin novembre, les indices français et allemand (CAC 40 et DAX 30) perdaient respectivement autour de 20 % et 15 % par rapport au 1er janvier 2011, alors que l'indice américain Dow-Jones perdait sur la même période moins de 5 %. Au-delà de la chute des cours, la volatilité des indices boursiers reste toujours à un niveau important, au plus haut depuis début 2009, signe que les perspectives économiques demeurent très incertaines.

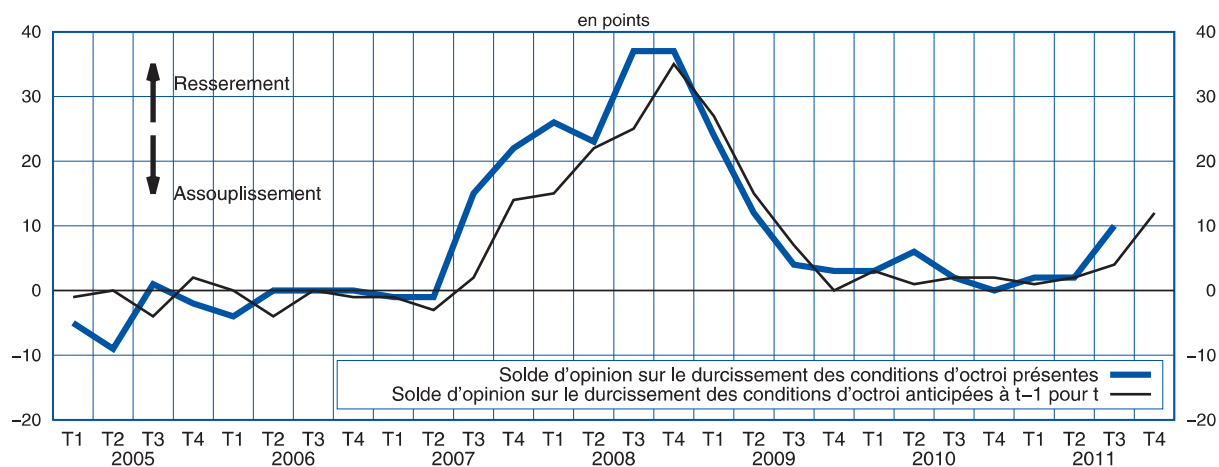
L'euro résiste aux pressions à la baisse face au dollar

Malgré les tensions accrues sur les dettes souveraines européennes, la baisse de l'euro reste modérée, autour de 1,34 dollar fin novembre après 1,45 dollar fin août (cf. graphique 5). Le taux de change euro-dollar devrait cependant continuer à être très volatil au cours des prochains trimestres. Le yuan devrait quant à lui continuer à s'apprécier lentement et le yen se stabiliser à un niveau élevé par rapport au dollar et à l'euro. La demande pour la devise japonaise reste en effet très forte, malgré les interventions de la Banque du Japon. ■

2 - Tensions sur les marchés interbancaires

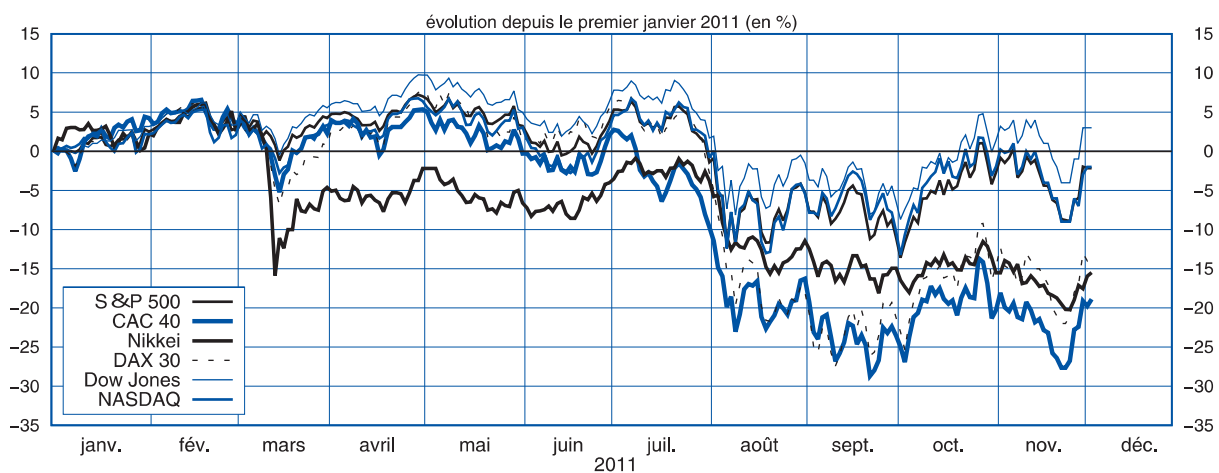


3 - Resserrement des conditions d'octroi de crédit dans la zone euro



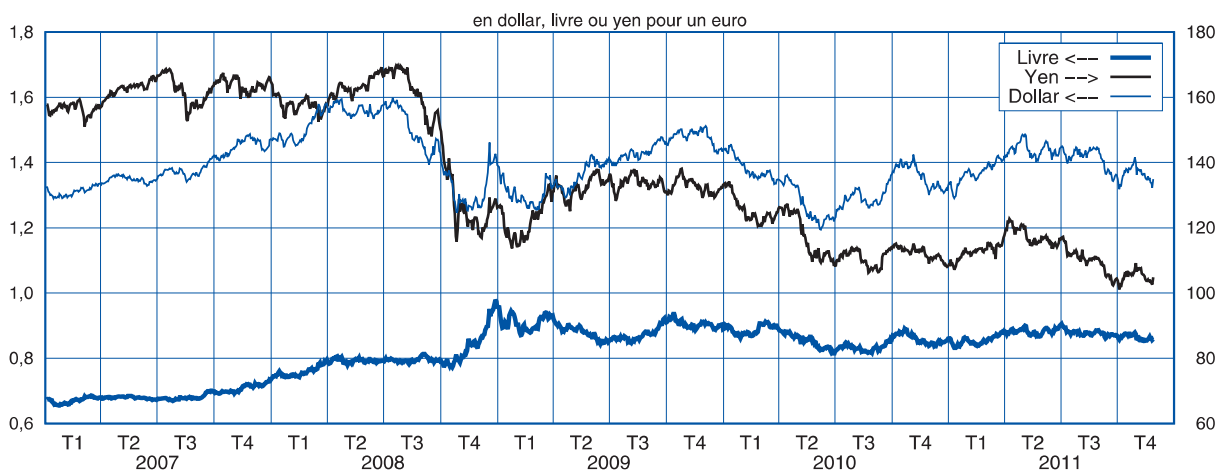
Source : BCE (enquête trimestrielle auprès des établissements bancaires de la zone euro)

4 - Les marchés boursiers européens toujours en baisse



Source : DataInsight

5 - Évolution du taux de change de l'euro



Source : DataInsight

Éclairage : Quel impact des mouvements de taux souverains sur l'activité dans la zone euro ?

Depuis l'été 2011, les taux des obligations souveraines ont largement fluctué dans la plupart des pays de la zone euro (cf. graphique 1). Bénéficiant d'un phénomène de fuite vers la qualité à partir de l'été, les taux des obligations allemandes à 10 ans ont nettement diminué, de 3,2 % au premier semestre 2011 à 1,9 % mi-novembre. Seuls les Pays-Bas ont connu une baisse similaire, leurs taux passant de 3,4 % à 2,6 % sur la même période. A contrario, dans certains pays de la zone euro (Espagne, Italie, Belgique notamment) les taux des obligations souveraines ont fortement augmenté. Enfin, en France, le taux souverain à 10 ans a crû en novembre après une baisse cet été. Il se situait mi-novembre à un niveau supérieur de 13 points de base à celui qu'il avait atteint au début de cette année.

Effets attendus des mouvements de taux souverains

Une hausse des taux des obligations d'État se transmet habituellement aux conditions de financement du secteur privé, ce qui a des conséquences sur l'activité réelle. La situation est néanmoins singulière aujourd'hui : les variations des taux souverains apparaissent en effet largement liées à l'appréciation que portent les marchés sur les finances publiques nationales et, dès lors, il n'est pas certain qu'elles se transmettent intégralement aux agents privés. Des effets de substitution pourraient, dans certains cas, se produire entre les obligations d'État et d'autres titres jugés moins risqués, notamment les titres obligataires d'entreprise. Nous avons retenu l'hypothèse conventionnelle que seuls 50 % du choc souverain se répercuteraient sur les taux de référence du secteur privé, notamment le taux moyen de crédit bancaire et le taux moyen des obligations d'entreprises.

Avec une hausse des taux, le principal mécanisme en jeu est la hausse du coût du capital. Celle-ci pèse sur l'investissement des entreprises et également, mais dans une moindre mesure, sur l'investissement immobilier des ménages. La hausse du coût du capital accroît également les prix de production, ce qui nuit à la compétitivité-prix et pèse donc sur les exportations tout en soutenant les importations. Cette hausse des prix de production accroît en outre les prix à la consommation, ce qui réduit la consommation des ménages. Enfin, la hausse des taux engendre une baisse de la valeur des actifs, ce qui peut entraîner une baisse de la consommation des ménages. Cet effet de richesse est toutefois empiriquement très faible au sein de la zone euro.

Enfin, via un dernier canal, celui du commerce, l'activité d'un pays est également affecté par les évolutions de taux souverains de ses principaux partenaires commerciaux. Une baisse de l'investissement et de la consommation au sein d'un des pays de la zone euro a un effet important sur l'activité des grands pays exportateurs. En raison de la forte interdépendance des pays qui la composent, la zone euro est particulièrement sensible à ces canaux commerciaux.

Simulation d'un choc de taux souverain en zone euro : hypothèses de travail

L'évaluation porte sur les six économies les plus importantes de la zone euro : Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas et Belgique. Nous examinons l'effet d'un choc instantané sur les taux souverains, dont l'ampleur est calibrée comme la différence entre les niveaux observés mi-novembre et les niveaux du premier semestre 2011 (cf. tableau).

Nous avons utilisé le modèle multinational NiGEM¹ dans lequel tous les pays sont modélisés individuellement et reliés entre eux par des flux commerciaux et financiers. Ce modèle nous permet de prendre en compte les mécanismes de transmission par lesquels l'augmentation des taux souverains nationaux affecte l'économie domestique (effet direct domestique), mais aussi l'impact des chocs de taux souverain sur les principaux partenaires commerciaux (effet indirect extérieur). Cette évaluation se cantonne aux effets induits par les hausses de taux et ne prend pas en compte les effets du choc de confiance dans la zone euro à partir de l'été 2011, ni l'impact des efforts de consolidation budgétaire.

Résultats

Les résultats sont présentés dans le graphique 2. Pour les pays subissant un choc de taux notable, les effets sur l'activité sont relativement importants. Ainsi, l'Italie et l'Espagne pâtiraient d'une baisse du PIB en niveau de l'ordre de -0,3 % au bout d'un an. En sens inverse, la baisse du taux souverain allemand, sous l'hypothèse qu'elle se transmet au financement des agents privés pour moitié, stimule l'activité en Allemagne de l'ordre de 0,3 % à cet horizon. La simulation met également en évidence un effet indirect extérieur, dû au choc sur les taux des dettes des autres pays : il vaut par exemple 0,03 % pour l'Italie et -0,04 % pour l'Allemagne. Dans le cas de l'Allemagne, la contraction de l'activité dans la plupart des autres pays de la Zone Euro engendre une baisse des exportations, ce qui déprime sa propre croissance. À l'inverse, des pays fortement exportateurs vers l'Allemagne comme l'Italie, l'Espagne ou la Belgique, bénéficient d'un « effet Allemagne » positif.

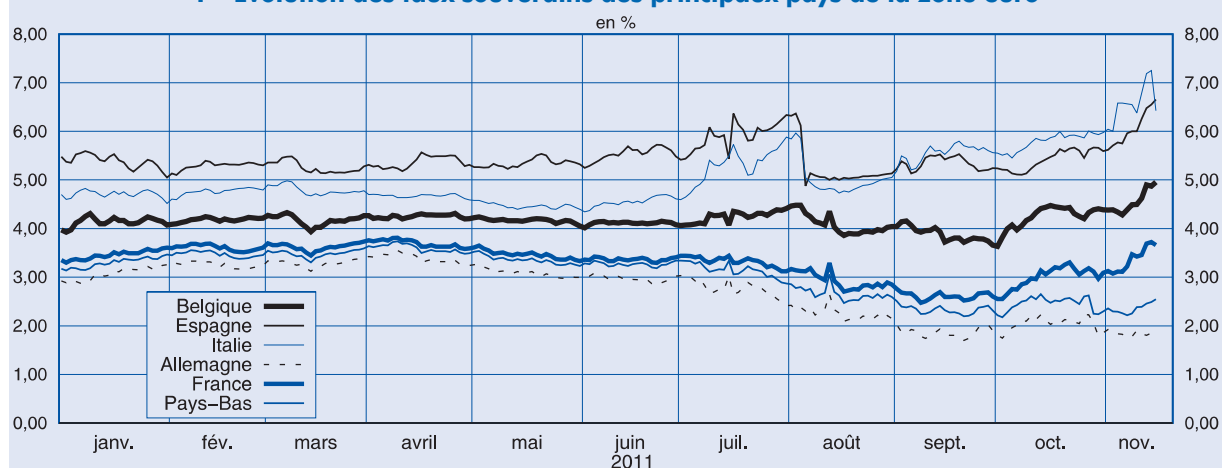
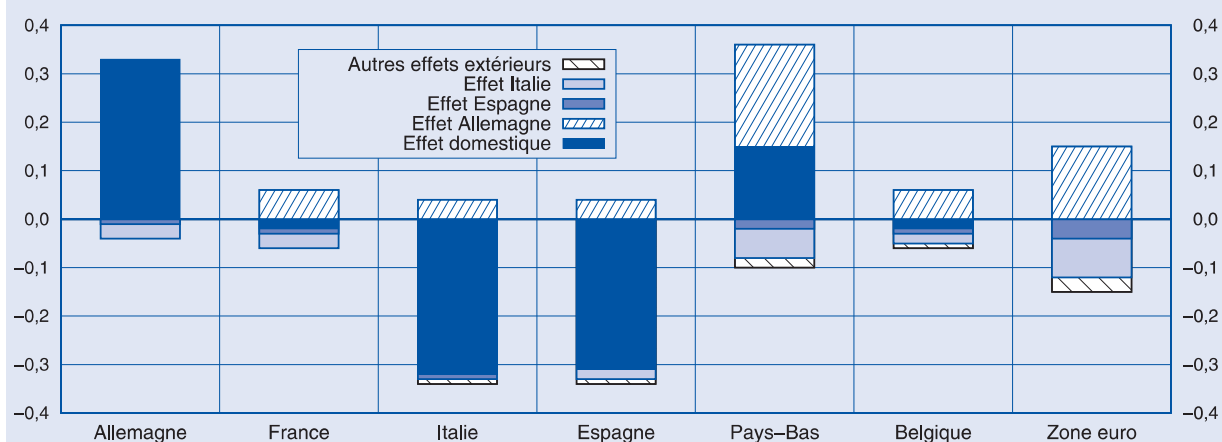
Dans le cas de la France, les effets sont globalement faibles : d'une part, le choc de taux y est de faible ampleur ; d'autre part les effets commerciaux s'équilibrent globalement entre l'Allemagne d'une part et l'Italie et l'Espagne d'autre part. ■

(1) National Institute Global Econometric Model

Tableau
**Évolution des taux d'intérêts des obligations à 10 ans
des grands pays de la zone euro et valeurs retenues pour les scénarios**

Taux des obligations à 10 ans	Belgique	Espagne	Italie	Alle- magne	France	Pays-Bas
Moyenne premier semestre 2011	4,2	5,4	4,7	3,2	3,5	3,4
Valeur au 17 novembre 2011	5,0	6,7	6,4	1,9	3,7	2,6
Variation des taux souverains dans le scénario étudié (en points de base)	+79	+129	+177	-125	+13	-84

Source : DataInsight

1 - Évolution des taux souverains des principaux pays de la zone euro

2 - Impact de la variation des taux souverains sur le PIB après quatre trimestres


Zone euro

La zone euro marque le pas

Au troisième trimestre 2011, l'activité de la zone euro a progressé au même rythme qu'au deuxième trimestre (+0,2 %) grâce à la bonne tenue de la croissance en France et en Allemagne. En revanche, le PIB a stagné en Espagne et se serait replié en Italie. La demande intérieure, tirée notamment par le rebond de la consommation en France et en Allemagne, a globalement soutenu l'activité dans la zone euro. Les exportations ont également accéléré.

Cependant, les tensions sur les dettes souveraines, qui se sont accrues cet été, ont provoqué un choc de confiance et les conditions de financement des agents privés commencent à se durcir dans certains pays. Depuis septembre, le climat conjoncturel s'est donc fortement détérioré dans la zone euro, signe que le choc affecte désormais l'économie réelle. L'activité se contracterait donc nettement dans la zone euro au quatrième trimestre (-0,3 %), la baisse de la demande intérieure se conjuguant à celle des exportations. En 2012, le PIB se replierait moins fortement au premier trimestre (-0,1 %) puis stagnerait au deuxième trimestre (+0,0 %). Les exportations hors zone euro accéléreraient, ce qui favoriserait un léger rebond de l'activité.

La zone euro resterait marquée par une divergence entre, d'une part, la France et l'Allemagne, où l'activité commencerait à se redresser mi-2012, et d'autre part l'Espagne et l'Italie, où elle continuerait de s'affaiblir. Au total, la croissance de la zone euro s'établirait à 1,6 % en 2011, et l'acquis pour 2012 à -0,1 %.

Tensions sur les dettes souveraines

Au troisième trimestre 2011, les conditions de financement des dettes souveraines de certains pays de la zone euro se sont dégradées, notamment en Espagne, en Italie et dans une moindre mesure en France (cf. fiche *Marchés financiers*). L'incertitude sur les marchés financiers pèse sur la confiance des consommateurs et des investisseurs, ainsi que sur le coût d'accès au crédit.

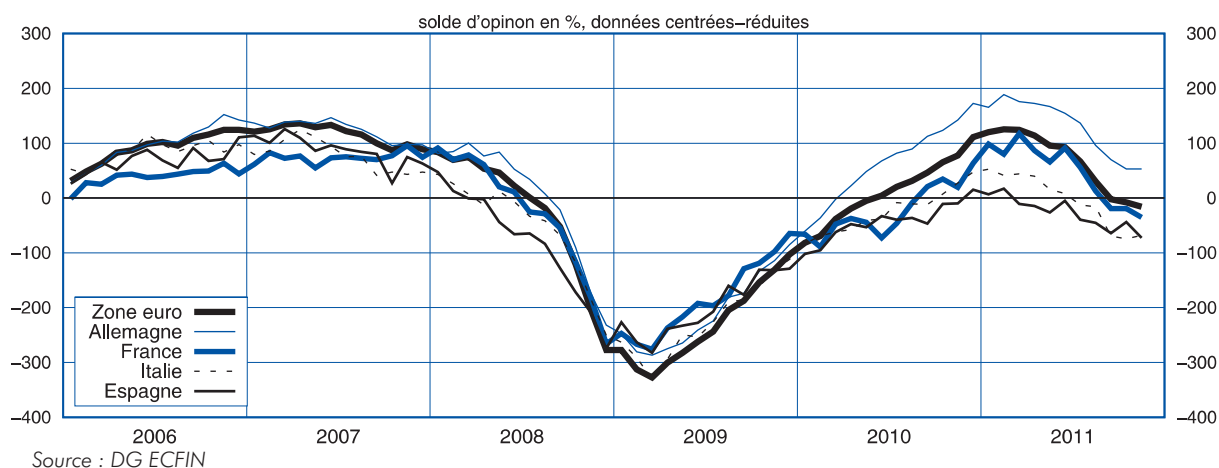
Nette dégradation du climat conjoncturel

L'activité a résisté au troisième trimestre (+0,2 %), portée par un rebond en France (+0,4 %) et en Allemagne (+0,5 %). Cependant, les enquêtes de conjoncture ne cessent de se dégrader depuis le mois de mai (cf. graphique 1) et leur faible niveau laisse attendre une contraction de l'activité dans les principaux pays de la zone euro au quatrième trimestre 2011. Au premier semestre 2012, la demande intérieure continuerait de se replier mais l'activité dans la zone euro serait progressivement soutenue par l'amélioration du commerce mondial.

Repli de la demande intérieure

Le pouvoir d'achat se replierait d'ici mi-2012. La situation sur le marché du travail dans la zone euro continuerait en effet de se dégrader. En raison de la faiblesse de l'activité, l'emploi stagnerait au quatrième trimestre (+0,0 %) puis reculerait au premier semestre 2012 (-0,1 % par trimestre). Le niveau élevé du chômage pèserait sur l'évolution des salaires et malgré le repli de l'inflation, les salaires réels ne progresseraient pas à l'horizon de la prévision.

1 - Enquêtes de conjoncture : confiance dans le secteur de l'industrie



Par ailleurs, les pays de la zone euro mènent en 2011 et en 2012 des stratégies de consolidation budgétaire et, face à la détérioration des perspectives de croissance, certains d'entre eux ont récemment annoncé des mesures supplémentaires, afin de tenir leurs objectifs de finances publiques. Plusieurs de ces mesures affecteraient directement le pouvoir d'achat des ménages : gel du salaire des fonctionnaires en Italie, en Espagne et en France, baisse des prestations sociales en Italie, hausse des impôts en France et en Italie. Dans ce contexte, la consommation reculerait de 0,1 % au quatrième trimestre 2011 puis stagnerait au premier semestre 2012 (+0,0 % par trimestre).

L'environnement macroéconomique serait peu favorable à l'investissement. D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production s'est de nouveau replié au quatrième trimestre. D'autre part, les conditions d'octroi de crédit se sont resserrées au troisième trimestre, notamment en Italie ou en France (cf. graphique 2). Face à la baisse des perspectives d'activité, l'investissement en équipement baisserait donc à l'horizon de la prévision.

Le commerce hors zone euro soutiendrait l'activité en 2012

Au quatrième trimestre 2011, les exportations diminueraient (-0,5 %), affectées par la faiblesse de la demande des pays de la zone euro. Les exportations accéléreraient progressivement au premier semestre 2012 (+0,1 % puis +0,4 %) grâce au rebond de la demande des pays hors zone euro (cf. graphique 3).

(1) Hors énergie et alimentation. Contrairement au cas français, l'inflation «sous-jacente» de la zone euro calculée par Eurostat n'est pas corrigée de l'impact mécanique des mesures fiscales. Sa hausse récente reflète par exemple, pour partie, la hausse de la TVA en Italie.

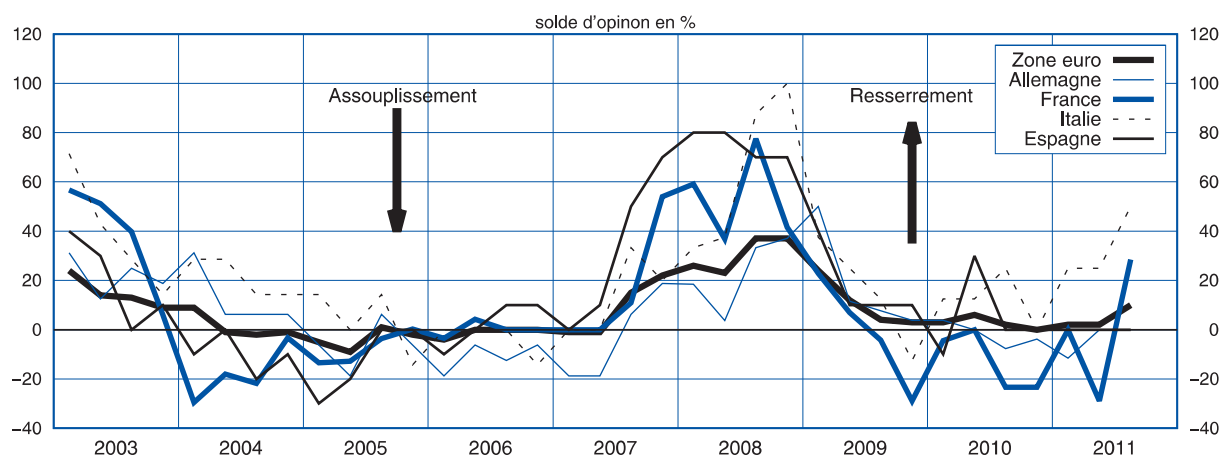
Au total, l'activité de la zone euro se contracterait au quatrième trimestre (-0,3 %). Elle serait encore en léger repli au premier trimestre 2012 (-0,1 %) puis stagnerait au deuxième trimestre (+0,0 %). Toutefois, les situations seraient très contrastées selon les pays. L'Allemagne et, dans une moindre mesure, la France bénéficieraient de l'accélération du commerce mondial en 2012 et d'une relative résistance de leur demande intérieure : dans ces deux pays, l'activité commencerait à se redresser au printemps. À l'inverse, en Italie et en Espagne où la demande intérieure serait très affaiblie, le léger rebond du commerce mondial serait insuffisant pour tirer ces pays hors de la récession.

L'inflation ralentirait fortement en 2012

Le taux de chômage a augmenté au troisième trimestre (à 10,2 %) et poursuivrait sa hausse jusqu'au deuxième trimestre 2012, en raison de la faiblesse de l'activité. Dès lors, les pressions inflationnistes seraient modérées et l'inflation «sous-jacente»⁽¹⁾ reculerait très légèrement : elle atteindrait 1,5 % en juin 2012 (cf. graphique 4).

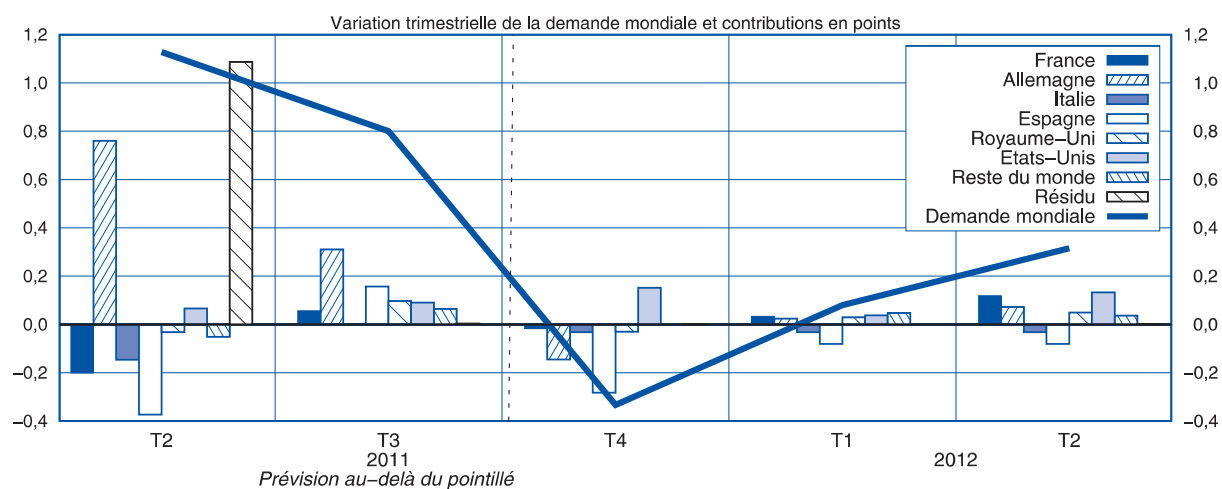
L'inflation totale dans la zone euro a augmenté jusqu'à 3,0 % en octobre, mais elle se replierait rapidement pour atteindre 1,8 % en juin 2012. En effet, sous l'hypothèse d'un Baril de Brent en recul à 73 € en juin 2012 et d'une stabilité des prix des matières premières alimentaires, les glissements annuels des prix de l'énergie et de l'alimentation diminueraient nettement en 2012. ■

2 - Conditions d'octroi de crédit aux entreprises

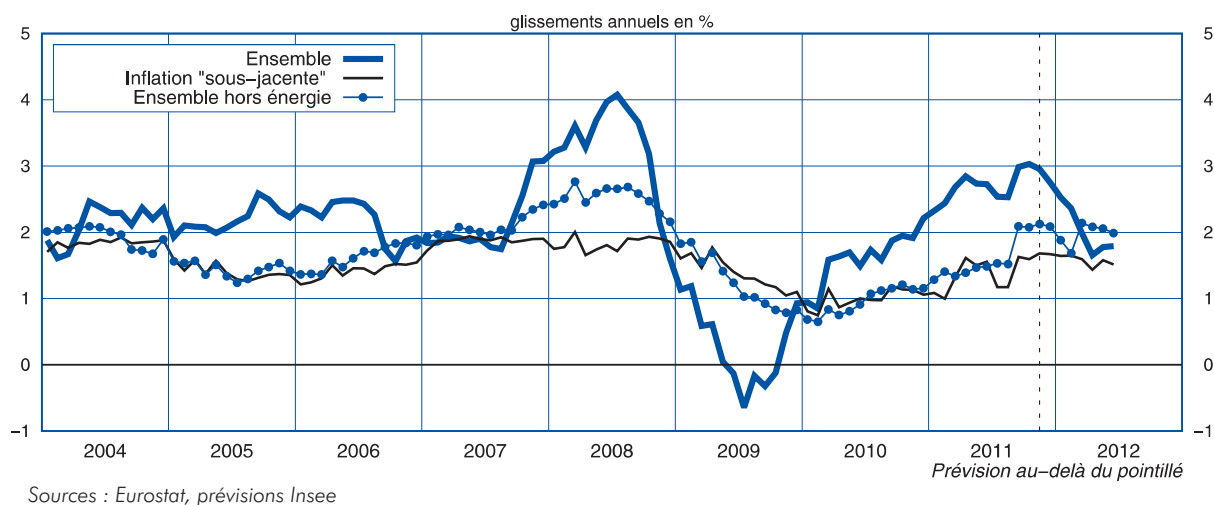


Sources : Banques centrales nationales

3 - Demande mondiale adressée à la zone euro et contribution des importations des partenaires



4 - Prix à la consommation en zone euro



Éclairage : Un indicateur de retournement conjoncturel pour la zone euro

Fondé sur les résultats des enquêtes de conjoncture, un indicateur de retournement cherche à apporter une information qualitative sur l'état de l'économie (conjoncture favorable ou défavorable). L'Insee en publie, par exemple, à l'appui des enquêtes de conjoncture dans l'industrie, les services ou le bâtiment. En appliquant cette méthodologie aux enquêtes dans l'industrie dans différents pays de la zone euro, on propose ici une mise à jour de l'indicateur mensuel de retournement pour la zone euro qui avait été présenté par C. Doz, F. Lengart, P. Rivière en 2000*. Cette mise à jour est rendue nécessaire par le changement de nomenclature intervenu en 2010 (passage de la « NACE Rev 1 » à la « NACE Rev 2 ») qui a quelque peu modifié les contours de l'enquête dans l'industrie et les valeurs des soldes correspondants. Un tel indicateur permet de détecter les retournements de conjoncture de façon précoce. Les signaux qu'il fournit sont lisibles, en adéquation avec les cycles économiques observés sur le passé, et assez peu révisés d'un mois sur l'autre. Sur la période récente, il indique que la zone euro est entrée dans une zone de conjoncture défavorable depuis juillet 2011.

Principe de l'indicateur de retournement

La construction de l'indicateur de retournement repose sur la méthode proposée par Hamilton (Hamilton, 1989), transposée ensuite par différents auteurs sur des données françaises (Grégoir et Lengart, 2000, Baron et Baron, 2002 et Ast, 2010).

Nous supposons que la zone euro peut se trouver dans deux situations : soit dans une phase de conjoncture favorable, soit dans une phase de conjoncture défavorable. L'état de la conjoncture ne s'observe pas directement mais peut être apprécié au travers des réponses des chefs d'entreprises dans les enquêtes de conjoncture, les entrepreneurs étant plus nombreux à répondre que le climat des affaires s'améliore pendant les phases hautes du cycle économique que pendant les phases basses.

Nous utilisons les enquêtes de conjoncture dans l'industrie dans les principaux pays de la zone euro : Allemagne, Pays-Bas, Italie, France, Belgique. À partir de cinq soldes d'opinion dans l'industrie (production passée, perspectives de production, carnets de commandes, carnets de commandes étrangers, stock), nous construisons un indicateur synthétique pour chaque pays, ainsi que pour l'ensemble de la zone euro. Ces indicateurs synthétiques permettent d'estimer la probabilité de se trouver dans une conjoncture favorable (état « haut ») ou défavorable (« état bas »).

L'indicateur de retournement correspond alors à la différence entre la probabilité de l'état haut (valeur +1) et la probabilité de l'état bas (valeur -1). Lorsqu'il se situe au voisinage de

zéro, cela signale une phase d'incertitude conjoncturelle : la probabilité d'être dans l'état haut ou dans l'état bas est identique. Lorsque l'indicateur change de signe, on considère généralement que ce signal de retournement doit être confirmé le mois suivant : il faut attendre deux signaux consécutifs identiques pour pouvoir conclure à un véritable retournement de la conjoncture.

Confrontation de l'indicateur aux cycles économiques

Un bon indicateur de retournement doit fournir chaque mois des signaux en adéquation avec le cycle conjoncturel. Le cycle de croissance économique est défini en fonction de l'écart du PIB à sa tendance de long terme. Les phases de haute conjoncture (basse conjoncture) sont les phases où la croissance est plus élevée (plus faible) que la croissance tendancielle. Pour définir et dater les cycles économiques, nous partons du PIB de la zone euro à 17 pays (source Eurostat). Nous extrayons la composante cyclique de la série autour de sa tendance, d'une part en appliquant un filtre (du type Hodrick-Prescott), et d'autre part en retirant la composante irrégulière de la série.

La datation de référence est ensuite établie à partir des pics et des creux de cette composante cyclique. Les signaux fournis par l'indicateur de retournement doivent permettre de retrouver ces phases basses et ces phases hautes et ainsi fournir des signaux lisibles, en adéquation sur le passé avec les cycles économiques.

L'indicateur de retournement permet de détecter les différentes phases du cycle

L'indicateur de retournement et la datation des cycles décrite précédemment (phases hautes en blanc et phases basses en gris) sont superposés (cf. graphique). L'indicateur est estimé sur la période de janvier 1995 à janvier 2008. Les points suivants sont estimés « en temps réel », c'est-à-dire sur la base de l'information disponible à chaque période.

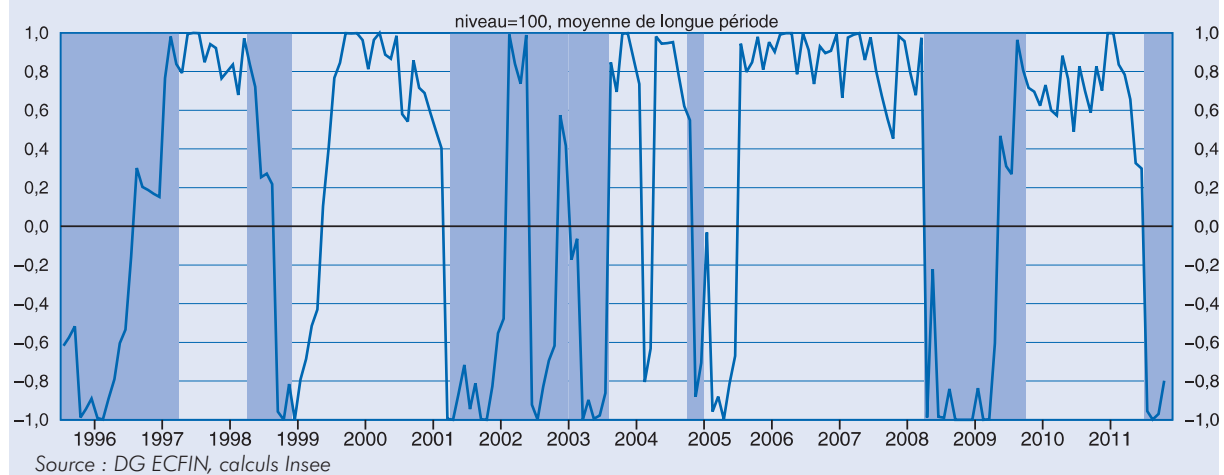
L'indicateur de retournement délivre des signaux lisibles : sa valeur absolue est souvent supérieure à 0,5. Par ailleurs, il est souvent en adéquation avec la datation de référence, même sur les derniers points. Ainsi, l'indicateur de retournement avait capté le retournement de l'activité au moment de l'éclatement de la bulle internet en 2001 et la crise asiatique de 1998. Pendant la crise de 2008, l'indicateur de retournement a également bien détecté l'entrée puis la sortie de la phase de basse conjoncture.

En résumé, l'indicateur ne fournit qu'une information qualitative, mais il est utile car il permet de détecter précocement les retournements de conjoncture.

Au cours de la période la plus récente, il a indiqué un retournement du cycle conjoncturel dans la zone euro dès le mois de juillet 2011. ■

* C. Doz, F. Lengart, P. Rivière : « Deux indicateurs synthétiques de l'activité industrielle dans la zone euro », note de conjoncture de juin 2000.

Indicateur de retournement de la zone euro et datation de référence



Allemagne

Gagnée par le ralentissement

L'activité en Allemagne a légèrement accéléré au troisième trimestre 2011 (+0,5 % après +0,3 %) et tous les postes de la demande ont soutenu la croissance. En particulier, après une baisse marquée au deuxième trimestre, la consommation des ménages a rebondi. Toutefois au quatrième trimestre, cette dynamique s'interromprait : la faiblesse de la demande des pays européens pénaliserait en effet nettement les exportations allemandes. Face à la baisse des débouchés extérieurs, l'investissement fléchirait. Ainsi, avec le recul simultané des demandes intérieure et extérieure, l'activité se replierait au quatrième trimestre (-0,2 %). Elle redémarrerait très progressivement (+0,0 % puis +0,2 %) au premier semestre 2012, portée notamment par la demande des pays en dehors de la zone euro.

Le commerce extérieur et l'investissement en panne

Sur le marché des dettes souveraines, l'Allemagne bénéficie depuis l'été dernier d'un fort effet de « fuite vers la qualité », et elle continue de se financer à des taux particulièrement bas. La crise européenne commence toutefois à peser sur l'économie allemande, par le canal de la demande : près de 40 % de ses exportations sont, en effet, destinées à la zone euro. Les exportations se replieraient ainsi au quatrième trimestre 2011, avec le recul de la demande en Europe. Elles progresseraient ensuite modérément au premier semestre 2012, relancées par le dynamisme de la demande hors zone euro.

Dans le sillage des exportations, l'investissement en équipement des entreprises se replierait au quatrième trimestre. Les commandes en biens d'équipement ont d'ailleurs fortement reculé au troisième trimestre (cf. graphique). En 2012, l'investissement en équipement reculerait encore au premier trimestre puis se redresserait quelque peu au deuxième trimestre, suivant le léger rebond de l'activité.

Modération des salaires et stagnation de l'emploi

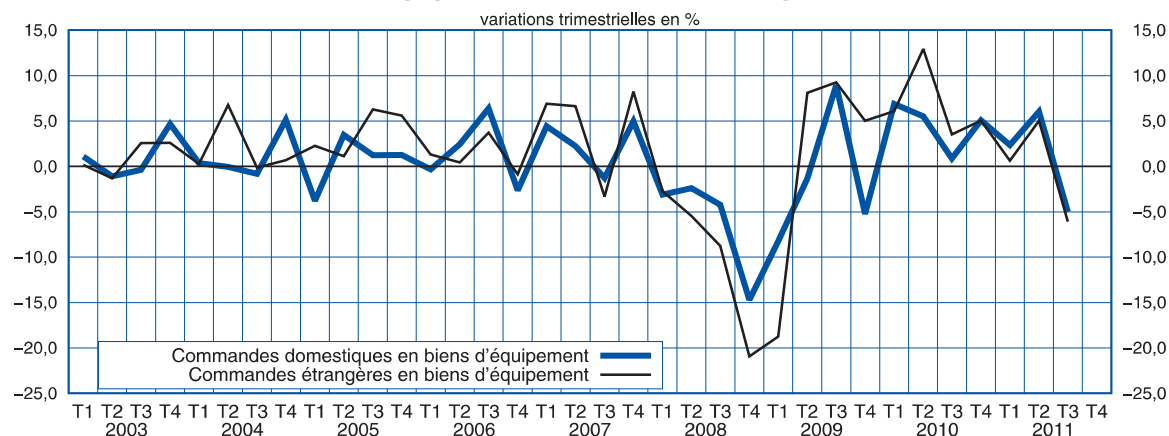
Au troisième trimestre 2011, l'emploi a continué d'augmenter, dans le sillage de la croissance. Le marché du travail s'est quelque peu tendu, faisant craindre des pénuries de recrutement dans certains secteurs. C'est pourquoi, face au ralentissement de leur activité, les entrepreneurs allemands adopteraient comme en 2008 une stratégie de rétention de main-d'œuvre, préférant conserver leurs salariés au sein des entreprises : l'emploi se maintiendrait donc d'ici mi-2012.

Les salaires ont été particulièrement dynamiques au premier semestre 2011, grâce notamment à des accords salariaux conclus dans de nombreux secteurs. Malgré la faiblesse de l'activité et l'atonie de l'emploi, les salaires réels progresseraient quelque peu jusqu'à mi-2012, du fait des tensions persistantes sur le marché du travail.

Une consommation des ménages morose

Malgré la bonne tenue du marché du travail, les gains de pouvoir d'achat ont été modérés depuis le début de l'année 2011 par le regain d'inflation et l'entrée en vigueur de mesures de redressement des comptes publics : hausses de cotisations sociales et baisses de prestations sociales. Les gains de pouvoir d'achat resteraient faibles à l'horizon de la prévision, ce qui pèserait sur la consommation des ménages allemands. Celle-ci fléchirait quelque peu au quatrième trimestre (-0,1 %) et se redresserait légèrement au premier semestre 2012 (+0,1 % par trimestre).■

Les commandes en biens d'équipement se sont nettement repliées au troisième trimestre



Italie

Sous tension

Les tensions sur les finances publiques italiennes se sont accrues depuis l'été : le taux d'intérêt des obligations souveraines à 10 ans a fortement augmenté au cours des dernières semaines. Face à cette situation et pour restaurer la crédibilité de ses finances publiques, l'Italie a décidé de mesures additionnelles. Mais elle continue de se financer à des taux élevés, tandis que la crise commence à avoir des répercussions sur les conditions de crédit des agents privés.

L'effort budgétaire pèserait sur les gains de pouvoir d'achat des ménages italiens, et la consommation ne soutiendrait plus l'activité dans les mois qui viennent. Face à la faiblesse de la demande interne d'une part, et au resserrement des conditions de crédit pour les entreprises d'autre part, l'investissement en biens d'équipement se replierait à partir du quatrième trimestre. Les exportations reculeraient également, entraînées par la baisse de la demande des partenaires européens, puis repartiraient progressivement à la hausse. Dans ces conditions, l'activité se contracterait jusqu'à mi-2012.

Le pouvoir d'achat et la consommation des ménages décrocheraient

La situation du marché du travail reste dégradée en Italie. Le taux de chômage est à nouveau en hausse au mois d'octobre (+8,5 %) après s'être stabilisé autour de 8,0 % durant l'été. Avec la contraction de l'activité, l'emploi stagnerait jusqu'à l'horizon de prévision. Les salaires nominaux seraient dès lors freinés par la dégradation du marché du travail et par le gel des salaires des fonctionnaires. Ainsi, les salaires réels reculeraient.

Par ailleurs, de nouvelles hausses d'impôts et des baisses de prestations sociales devraient entrer en vigueur en fin d'année et pèseraient fortement sur le pouvoir d'achat des ménages. Ceux-ci réduiraient donc leurs dépenses de consommation, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2009 : -0,1 % au troisième trimestre 2011, puis -0,2 % aux trimestres suivants (cf. graphique).

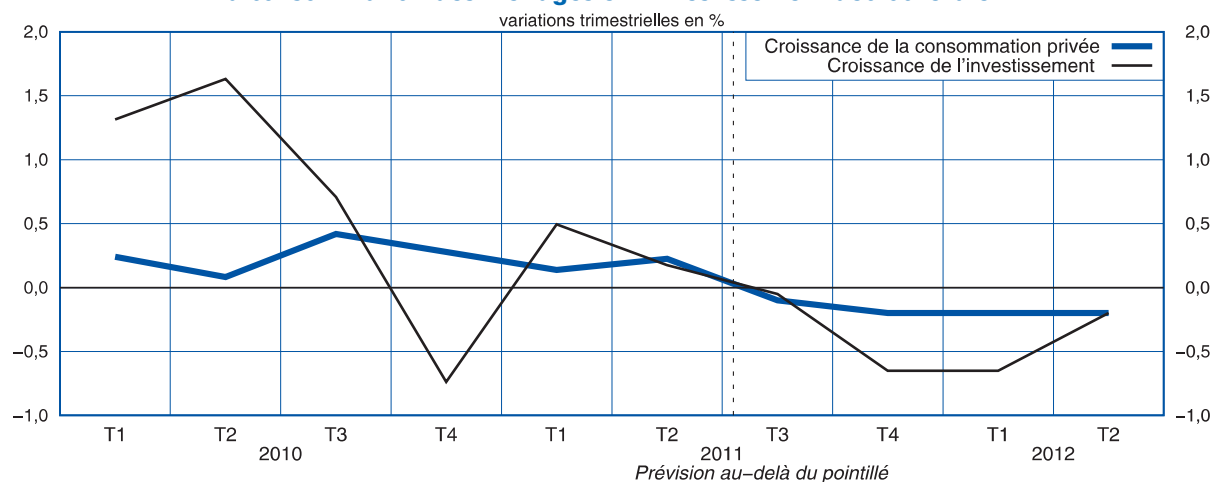
L'investissement en berne

L'environnement macroéconomique serait peu favorable à l'investissement : les perspectives de débouchés s'assombrissent, le taux d'utilisation des capacités recule et les conditions d'octroi de crédit se resserrent. L'investissement en biens d'équipement se replierait donc à partir du quatrième trimestre 2011. L'investissement en construction ne repartirait pas d'ici mi-2012, notamment en raison de la baisse de l'investissement public.

Le contexte européen pèserait sur les exportations

Comme dans l'ensemble de la zone euro, les exportations italiennes chuteraient au quatrième trimestre, face au repli de la demande des principaux partenaires européens de l'Italie. Au premier semestre 2012, elles repartiraient faiblement à la hausse, en ligne avec la demande externe. La contribution des échanges extérieurs à l'activité diminuerait en fin d'année 2011 (+0,1 point au troisième trimestre et +0,0 point au quatrième) puis augmenterait au premier semestre 2012 (+0,2 point par trimestre).■

La consommation des ménages et l'investissement décrocheraient



Sources : Istat et calculs Insee

Espagne

L'économie espagnole s'enlise

Après avoir stagné au troisième trimestre 2011, l'économie espagnole entrerait en récession à l'horizon de la prévision : l'activité reculerait au quatrième trimestre 2011 (-0,5 %) et au premier semestre 2012 (-0,2 % par trimestre). En effet le commerce extérieur, qui tirait la croissance depuis mi-2009, serait affecté par la faiblesse de la demande dans la zone euro. Au premier semestre 2012, le léger rebond des exportations ne suffirait pas à pallier le recul de la demande intérieure, dans toutes ses composantes. L'investissement privé en biens d'équipement se contracterait sous le coup de la faiblesse des débouchés. La crise se prolongerait dans le secteur de la construction. Enfin, face à un chômage élevé et à un pouvoir d'achat affaibli, la consommation des ménages se replierait.

Les exportations espagnoles décrochent

Depuis la sortie de récession début 2010, l'économie espagnole a été surtout portée par le dynamisme de ses exportations, tandis que la demande intérieure s'est repliée de façon quasiment continue. À partir du quatrième trimestre 2011, elle subirait fortement les effets du net ralentissement de l'activité dans la zone euro. Dès lors, les exportations espagnoles reculeraient au quatrième trimestre puis se redresseraient seulement légèrement au premier semestre 2012. Les exportations n'apporteraient plus qu'un soutien modéré à l'activité : la contribution des échanges extérieurs à la croissance resterait positive, mais ne suffirait plus à compenser le recul de la demande intérieure.

En l'absence de gain de pouvoir d'achat, la consommation des ménages se replierait

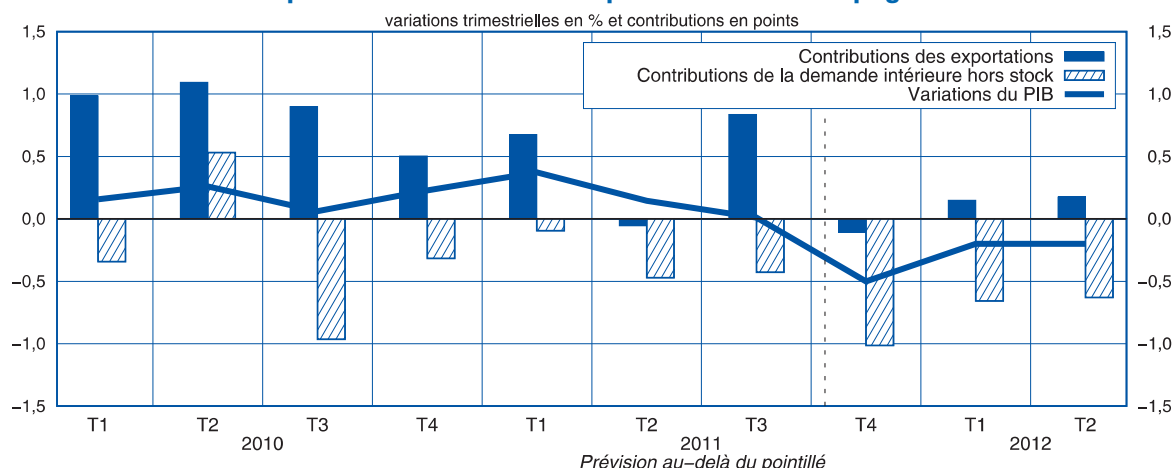
À l'horizon de la prévision, le pouvoir d'achat des ménages continuerait de reculer. Dans un contexte récessif, l'emploi poursuivrait en effet son recul dans les prochains mois. Le niveau élevé du chômage et le gel des salaires des fonctionnaires freineraient également fortement la progression des salaires. Dès lors, seul le dynamisme des prestations sociales, dans un contexte de montée du chômage, soutiendrait le revenu des ménages, et, malgré un repli de l'inflation début 2012, le pouvoir d'achat des ménages continuerait de reculer.

Confrontés à la montée du chômage et à l'absence de gains de pouvoir d'achat, les ménages espagnols ne seraient guère incités à consommer d'ici le milieu d'année 2012. Ils constitueraient même une épargne de précaution. La consommation reculerait ainsi nettement à l'horizon de la prévision (-0,8 % au quatrième trimestre 2011, puis -0,5 % par trimestre au premier semestre 2012).

L'investissement continuerait de reculer

Face à la faiblesse de la demande interne et à la stagnation de la demande externe, les capacités productives resteraient peu sollicitées. L'investissement en biens d'équipement se replierait jusqu'en juin 2012. L'investissement dans le secteur de la construction continuerait de subir les effets de la crise immobilière, accentués par les mesures de réduction de l'investissement public. ■

Les exportations ne soutiennent plus la croissance espagnole



Sources : Ine, calculs Insee

États-Unis

L'oncle Sam résiste

Au troisième trimestre 2011, l'économie américaine a rebondi (+0,5 % après +0,3 %), portée par le dynamisme de la demande intérieure. La consommation des ménages a fortement augmenté et le secteur de la construction a continué de se redresser.

Au quatrième trimestre, l'activité resterait robuste (+0,5 %), toujours soutenue par la demande intérieure. Les entreprises continueraient d'accroître leurs investissements, les conditions d'octroi de crédit restant stables. Les revenus des ménages progresseraient, l'inflation se modérerait et les ménages augmenteraient de nouveau leur consommation. Au premier semestre 2012, l'activité américaine croîtrait à un rythme modéré, marquée par les à-coups de la demande intérieure. En effet, avec l'expiration de certaines mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages, la consommation ralentirait quelque peu.

Au total, le ralentissement à l'œuvre en Europe aurait un impact limité sur l'économie américaine. La croissance s'établirait à +1,7 % en 2011 et l'acquis pour 2012 à +1,3 %.

Le marché du travail serait relativement dynamique...

Pour satisfaire la hausse de la demande, les entreprises continueraient d'augmenter leurs effectifs à un rythme proche de celui observé depuis un an (en moyenne 130 000 emplois créés par mois). La progression de l'emploi soutiendrait ainsi les revenus salariaux. En outre, les salaires seraient dynamiques d'ici la mi-2012 : le partage de la valeur ajoutée se déformerait légèrement en faveur des salariés, tout en restant très favorable aux entreprises. Avec la modération rapide de l'inflation liée à la décade des prix du pétrole, les ménages américains bénéficieraient de gains de salaire réel.

... mais le durcissement des mesures budgétaires pèserait sur la consommation

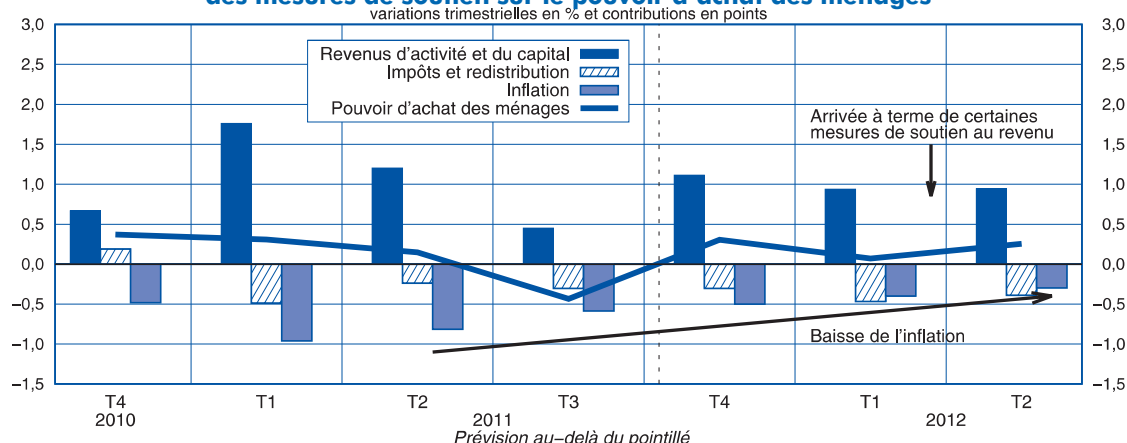
Comme souvent aux États-Unis, le profil de l'activité suivrait celui de la consommation des ménages. Au quatrième trimestre 2011, elle resterait dynamique, grâce à l'accélération des gains de pouvoir d'achat. Cependant, au premier semestre 2012, ceux-ci seraient freinés par le durcissement de la politique budgétaire (cf. graphique). Plusieurs dispositifs de soutien aux ménages devraient expirer à la fin de l'année comme le système fédéral d'assurance chômage ou la baisse de deux points du taux de cotisations salariales. Notre scénario suppose certes que le Congrès décidera d'en maintenir une partie en légiférant d'ici au 31 décembre. Mais globalement, les transferts devraient se modérer et les impôts accélérer en 2012. Dès lors, la consommation privée subirait un contrecoup au premier trimestre 2012 (+0,1 %) puis se redresserait légèrement au deuxième (+0,3 %).

Un impact limité de la crise européenne

La baisse de la demande des pays européens pénaliserait les exportations américaines à l'horizon de la prévision. Les États-Unis réalisent en effet 17 % de leur commerce avec l'Union Européenne. Cependant, la transmission des tensions interbancaires européennes aux États-Unis resterait limitée et les conditions de financement des agents privés ne se durciraient pas.

L'investissement en biens d'équipement resterait ainsi dynamique, et le secteur de la construction poursuivrait son timide redressement. À l'inverse, la maîtrise des dépenses gouvernementales, notamment locales, continuerait de peser sur l'investissement public. ■

La décélération des prix compenserait en partie l'effet du retrait progressif des mesures de soutien sur le pouvoir d'achat des ménages



Source : Bureau of Economic Analysis, calculs Insee

Royaume-Uni

Entre consolidation budgétaire et assouplissement monétaire

Au quatrième trimestre 2011, l'activité ralentirait nettement au Royaume-Uni (+0,1 % après +0,5 % au troisième trimestre) : la dégradation de la situation économique dans la zone euro jouerait fortement sur les débouchés à l'exportation. En outre, l'ajustement des finances publiques continuerait de peser sur la demande intérieure. À partir du printemps 2012 cependant, l'effort budgétaire serait moins intense et la politique monétaire serait toujours accommodante. Le raffermissement de la demande intérieure, conjugué à la reprise du commerce mondial, viendrait soutenir la croissance à l'horizon de mi-2012.

Resserrement budgétaire et expansion monétaire

Jusqu'au premier trimestre 2012, les mesures de consolidation budgétaire prévues pour l'année fiscale 2011-2012 (pour un montant de l'ordre de 2,2 points de PIB), pèseraient encore fortement sur la consommation publique et le revenu des ménages. Leur impact s'atténuerait au deuxième trimestre 2012, début de l'année fiscale 2012-2013 : sur l'année, les économies additionnelles programmées représenteraient 1,3 point de PIB. De son côté, la Banque d'Angleterre mène une politique très accommodante, malgré le niveau élevé de l'inflation. Le nouvel assouplissement monétaire décidé début octobre devrait continuer de soutenir le financement des agents publics et privés.

D'ici mi-2012, les ménages augmenteraient prudemment leurs dépenses

Au second semestre 2011, le pouvoir d'achat des ménages britanniques reculerait, pénalisé par la hausse des cotisations sociales et la baisse des pres-

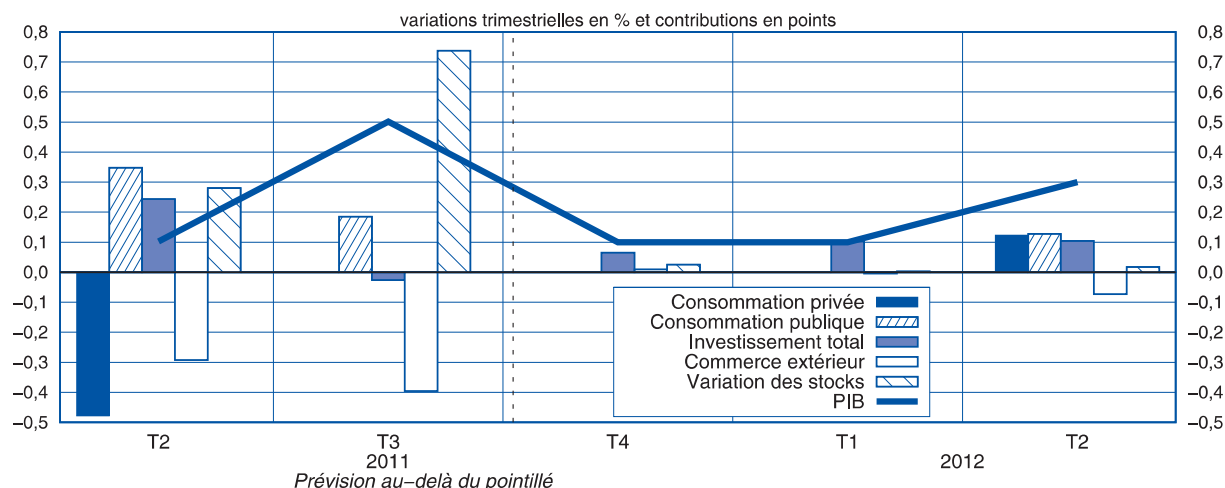
tations sociales. De plus, l'augmentation des tarifs du gaz et de l'électricité en septembre entraînerait une hausse des prix énergétiques. Au premier trimestre 2012, avec la baisse du prix du pétrole et la stabilisation des prix des matières premières alimentaires, l'inflation fléchirait nettement et le pouvoir d'achat cesserait de baisser. Au deuxième trimestre 2012, les efforts de consolidation budgétaire pèseraient moins fortement sur le pouvoir d'achat des ménages : celui-ci croîtrait à nouveau. Fin 2011 et début 2012, les ménages britanniques n'augmenteraient pas leurs dépenses de consommation. Ils ne les accroîtraient que légèrement au deuxième trimestre 2012 (+0,2 %).

La dégradation de la conjoncture dans la zone euro pèserait sur les exportations

Le ralentissement de la demande de la zone euro, premier partenaire commercial du Royaume-Uni, pèserait sur les exportations. Celles-ci continueraient de se replier au quatrième trimestre 2011 avant de se redresser légèrement au premier semestre 2012. Face au repli des exportations et à l'atonie de la demande intérieure, les dépenses d'investissement des entreprises seraient stables au quatrième trimestre 2011. Elles augmenteraient légèrement au premier semestre 2012 : en effet, les conditions d'accès au crédit resteraient favorables et les perspectives de débouchés extérieurs et intérieurs s'amélioreraient.

Au total, l'activité serait atone jusqu'au premier trimestre 2012 (+0,1 % par trimestre, cf. graphique). Au deuxième trimestre, grâce à l'accélération de la demande intérieure, elle redémarrerait (+0,3 %).

L'activité peine à se redresser



Sources : ONS et calculs Insee

Japon

La reconstruction soutient l'activité

L'activité au Japon a nettement rebondi au troisième trimestre (+1,5 %), après trois trimestres de repli. L'appareil productif japonais connaît en effet un retour à la normale après le choc du séisme, permettant un net rebond de la consommation des ménages et des exportations. La production industrielle s'est notamment redressée au troisième trimestre (+4,3 % après -4,0 % au deuxième trimestre) dans la plupart des secteurs d'activité (cf. graphique).

Au quatrième trimestre, l'activité ralentirait (+0,4 %) puis conserverait ce rythme au premier semestre 2012 (+0,4 % par trimestre). Le ralentissement économique mondial et l'appréciation du yen pèseraient sur le commerce extérieur. L'activité serait ainsi essentiellement portée par la demande intérieure, stimulée par les trois plans de relance adoptés depuis le mois de mai. Au total, la croissance s'établirait à -0,2 % en 2011, l'acquis de croissance pour 2012 s'élèverait à la fin du premier semestre à +1,6 %.

L'activité soutenue par l'effort de reconstruction

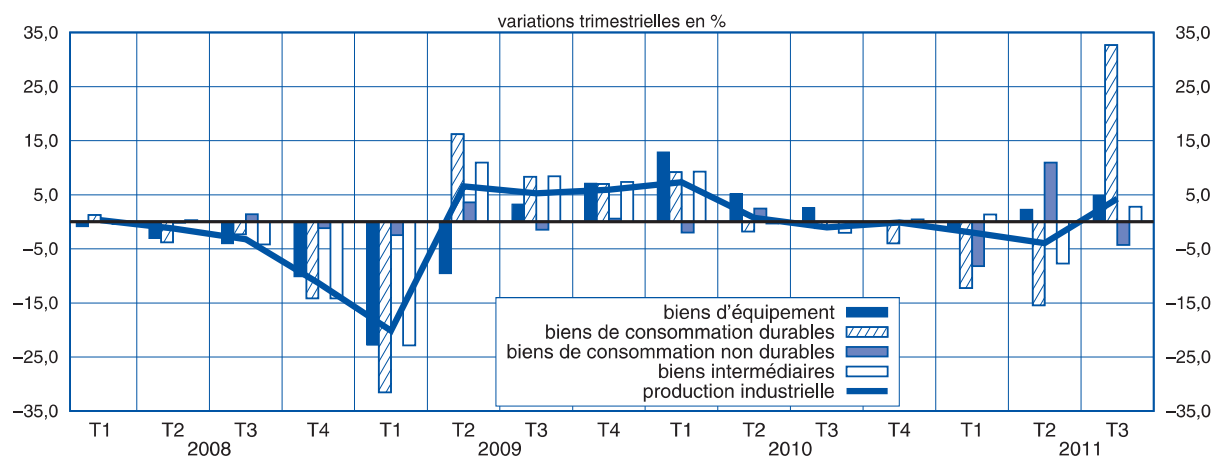
Les trois plans de relance budgétaire votés par le Parlement après le séisme du 11 mars, pour une valeur totale de 16 trillions de Yen (3,0 points de PIB), stimuleraient l'activité. Environ la moitié de cette somme serait injectée dans l'investissement public tandis que l'autre moitié contribuerait à ai-

der directement les ménages, les entreprises ainsi que les collectivités locales. Après avoir baissé au troisième trimestre (-2,8 %), l'investissement public progresserait, à un rythme soutenu (+3,5 %) à partir du quatrième trimestre 2011. L'effort de reconstruction induirait également une augmentation des mises en chantier de logements : l'investissement résidentiel croîtrait au quatrième trimestre et resterait dynamique au premier semestre 2012. Enfin, la relance budgétaire soutiendrait les entreprises touchées par le séisme et l'investissement productif continuerait de progresser d'ici mi-2012.

Ralentissement de la consommation des ménages et des exportations

Au troisième trimestre, la consommation des ménages japonais a fortement progressé par effet de rattrapage après le séisme. Elle subirait un contrecoup et stagnerait au quatrième trimestre, puis accélérerait légèrement au premier semestre 2012. Après un rebond au troisième trimestre (+6,2 %) consécutif au redémarrage des chaînes de production, les exportations ralentiraient d'ici mi-2012 (+0,5 % au quatrième trimestre 2011 puis +1,0 % par trimestre). L'appréciation récente du yen dégraderait la compétitivité des produits japonais sur les marchés internationaux. De plus, la demande externe serait affectée par le ralentissement européen mais serait portée par la demande chinoise. ■

Net rebond de la production industrielle



Source : DataInsight

Chine et Asie émergente

Les tensions inflationnistes s'apaisent

Au troisième trimestre 2011, l'activité a de nouveau ralenti en Chine et en Asie émergente. Ce ralentissement, attendu après une série de mesures de politiques monétaires restrictives, a permis de faire refluer les tensions inflationnistes. À l'horizon de la prévision, la Chine devrait s'installer sur un rythme de croissance annuelle d'environ 9 %, soit 2 points sous la moyenne des années 2003-2008. En 2012, ses marges de manœuvre budgétaires et monétaires devraient lui permettre de soutenir la demande interne pour prendre le relais de la demande extérieure. Ainsi, le mouvement de décorrélation entre les importations et les exportations, amorcé au deuxième trimestre, se poursuivrait. Les économies très ouvertes du Sud-est asiatique pourraient pâtir au quatrième trimestre du ralentissement européen mais bénéficieraient par la suite de l'impulsion engendrée par les mesures de relance chinoises.

Les politiques monétaires restrictives parviennent à juguler l'inflation

L'inflation a fortement augmenté en Chine et en Asie émergente depuis début 2011, dans le sillage des prix des matières premières. En outre, les capacités productives sont très sollicitées et les tensions persistent sur les marchés du travail. Ainsi, en juillet 2011, l'inflation en Chine a atteint un pic à 6,5 % en glissement annuel. Face au risque de surchauffe et d'emballement inflationniste, les autorités monétaires ont mis en œuvre des mesures restrictives de politique monétaire depuis janvier.

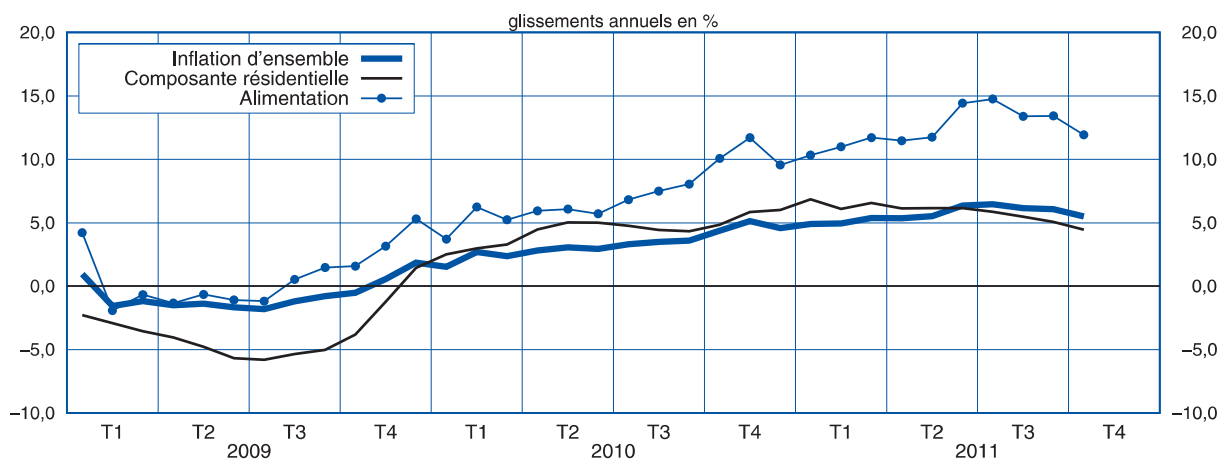
De fait, l'inflation d'ensemble a nettement reflué en Chine, passant de 6,5 % en juillet à 5,5 % en octobre. Grâce à la baisse des prix du pétrole, l'inflation continuerait de se modérer à l'horizon de la prévision.

Les stimuli budgétaires chinois et japonais tireraient l'ensemble de la zone à l'horizon de la prévision

En Chine, les enquêtes de conjoncture suggèrent qu'avec le resserrement de la politique monétaire, l'activité a décéléré au troisième trimestre et croît toujours à un rythme ralenti au quatrième trimestre. À l'horizon de la prévision, les autorités chinoises utiliseraient leurs capacités budgétaires pour soutenir la demande intérieure face à la baisse de la demande européenne, qui absorbe 21 % des exportations. Le recul de l'inflation pourrait également ouvrir la voie à un assouplissement monétaire. La stimulation de la demande interne et la faiblesse de la demande extérieure permettraient ainsi à la Chine de contribuer à la résorption des déséquilibres, en réduisant son excédent commercial.

À partir du premier trimestre 2012, la demande en provenance de la Chine et du Japon soutiendrait les exportations des pays du Sud-est asiatique, qui fournissent le tiers des importations chinoises et 15 % des importations japonaises. Après avoir ralenti au quatrième trimestre, les économies d'Asie émergente renoueraient ainsi avec une croissance plus soutenue. ■

Inflation en Chine



Source : National Bureau of Statistics of China

Comptes des pays



ZONE EURO	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	-0,3	-0,1	0,0	1,8	1,6	-0,1
Consommation privée (58 %)	0,2	0,2	0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,9	0,4	0,0
Investissement (19 %)	-0,6	2,1	0,1	-0,4	1,9	0,0	0,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,9	2,1	-1,1
Consommation publique (22 %)	-0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,4
Exportations (41 %)	3,3	4,5	2,2	1,2	1,6	1,1	1,5	-0,5	0,1	0,4	10,9	6,3	1,0
Importations (39 %)	3,5	3,9	1,8	1,0	1,1	0,3	1,1	-0,7	-0,3	0,1	9,1	4,4	-0,1
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,6	-0,3
Variations de stocks	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,1	-0,2
Commerce extérieur	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,8	0,5

Inflation de la zone euro										
variations en %, contributions en points										
	juin 2011		octobre 2011		décembre 2011		juin 2012		Moyennes annuelles	
Secteurs (poids dans l'indice en 2009)	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2010	2011
Ensemble (100,0 %)	2,7	2,7	3,0	3,0	2,7	2,7	1,8	1,8	1,6	2,7
Alimentation (alcools et tabac inclus) (19,3 %)	2,7	0,5	3,4	0,6	3,0	0,6	1,9	0,4	1,1	2,7
dont : produits alimentaires (15,6 %)	2,7	0,4	3,1	0,5	2,8	0,4	1,3	0,2	0,4	2,5
boissons alcoolisées et tabac (3,7 %)	2,6	0,1	4,4	0,2	4,0	0,1	4,3	0,2	3,8	3,6
Énergie (9,6 %)	10,9	1,0	12,4	1,2	10,2	1,0	4,1	0,4	7,4	11,9
Inflation sous-jacente (71,1 %)	1,6	1,1	1,6	1,1	1,7	1,2	1,5	1,1	1,0	1,4
dont : produits manufacturés (29,7 %)	0,9	0,3	1,3	0,4	1,0	0,3	1,0	0,3	0,5	0,8
services (41,4 %)	2,0	0,8	1,8	0,8	2,1	0,9	1,9	0,8	1,4	1,9

FRANCE (21 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,1	0,5	0,4	0,3	0,9	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,1	1,4	1,6	0,0
Consommation privée (56%)	0,1	0,1	0,7	0,4	0,3	-0,8	0,3	0,1	0,1	0,1	1,3	0,6	0,3
Investissement (19 %)	-1,2	1,2	0,8	0,4	1,2	0,6	0,4	-0,3	-0,5	-0,2	-1,4	2,8	-0,5
Consommation publique (27 %)	0,0	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	1,2	0,8	0,5
Exportations (25 %)	4,6	3,1	2,2	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,5	0,2	0,4	9,3	4,0	0,7
Importations (28 %)	1,4	3,5	4,0	-0,3	3,1	-1,2	0,3	-0,1	0,2	0,5	8,3	5,0	0,4
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,3	0,6	0,3	0,5	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,8	1,1	0,2
Variations de stocks	-0,4	0,3	0,3	-0,1	1,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,9	-0,3
Commerce extérieur	0,7	-0,1	-0,5	0,1	-0,6	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1

Prévision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2010.

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble

(1) Part dans le PIB de la zone euro

Sources : Eurostat, prévisions Insee

Allemagne (27 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,5	1,9	0,8	0,5	1,3	0,3	0,5	-0,2	0,0	0,2	3,6	3,0	0,3
Consommation privée (58%)	0,0	0,8	0,4	0,5	0,5	-0,6	0,8	-0,1	0,1	0,1	0,6	1,3	0,4
Investissement (18 %)	0,2	5,7	1,6	-0,2	4,1	0,4	0,9	-0,5	-0,2	0,3	5,2	6,8	0,2
Consommation publique (20 %)	0,9	-0,6	0,8	0,1	0,2	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	1,7	1,3	0,9
Exportations (47 %)	3,4	7,0	2,0	1,0	1,6	2,8	2,5	-0,5	0,2	0,6	13,4	8,5	2,2
Importations (41 %)	5,8	6,2	0,9	1,3	1,0	2,9	2,6	-0,6	0,1	0,3	11,5	7,4	1,9
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,2	1,4	0,7	0,3	1,0	-0,2	0,7	-0,1	0,1	0,1	1,6	2,2	0,4
<i>Variations de stocks</i>	1,1	-0,1	-0,5	0,2	0,0	0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	-0,1	-0,3
<i>Commerce extérieur</i>	-0,7	0,7	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	1,4	0,9	0,3

Italie (17 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	1,2	0,5	-0,4
Consommation privée (60%)	0,2	0,1	0,4	0,3	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	1,0	0,6	-0,5
Investissement (19 %)	1,3	1,6	0,7	-0,7	0,5	0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,2	2,3	0,6	-1,3
Consommation publique (22 %)	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,5	-0,6	0,1	-1,0
Exportations (27 %)	3,9	2,3	2,9	0,4	1,1	0,9	1,0	-0,5	0,2	0,3	8,9	4,5	0,8
Importations (28 %)	4,6	0,5	4,3	2,6	-0,1	-2,3	0,5	-0,5	-0,5	-0,5	10,3	2,5	-1,6
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	0,5	-0,8
<i>Variations de stocks</i>	0,6	-0,4	0,4	0,7	-0,5	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,5	-0,4
<i>Commerce extérieur</i>	-0,2	0,4	-0,4	-0,5	0,3	0,9	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,5	0,7

Espagne (11 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,2	0,3	0,1	0,2	0,4	0,1	0,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-0,6
Consommation privée (58%)	-0,1	0,9	-0,7	0,7	-0,4	0,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,5	0,7	-0,1	-1,3
Investissement (23 %)	-0,9	-0,6	-1,9	-2,0	-0,4	-1,2	-0,6	-2,1	-1,4	-1,3	-6,3	-4,7	-4,2
Consommation publique (21 %)	-0,1	0,8	-0,4	-1,1	1,1	-1,3	-1,1	-0,5	-0,2	-0,2	0,2	-1,4	-1,6
Exportations (27 %)	3,7	4,6	3,8	2,1	2,8	-0,2	3,1	-0,4	0,6	0,7	13,5	8,9	2,1
Importations (29 %)	2,1	5,4	0,1	0,3	1,2	-2,2	1,6	-2,8	-0,8	-0,8	8,9	1,2	-3,1
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,3	0,5	-1,0	-0,3	-0,1	-0,5	-0,4	-1,0	-0,7	-0,6	-1,1	-1,5	-2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,3	-0,3	0,9	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,4	0,4	0,9	2,1	1,4

■ Prévvision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2010.

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble

(1) Part dans le PIB de la zone euro

Sources : Eurostat, prévisions Insee

États-Unis	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	1,0	0,9	0,6	0,6	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	3,0	1,7	1,3
Consommation privée (71%)	0,7	0,7	0,7	0,9	0,5	0,2	0,6	0,5	0,1	0,3	2,0	2,2	1,0
Investissement privé (12 %)	0,3	4,6	0,6	1,8	0,3	2,2	2,9	1,5	1,4	1,4	2,6	6,7	5,7
Dépenses gouvernementales (21 %)	-0,3	0,9	0,2	-0,7	-1,5	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,7	-1,9	-0,3
Exportations (13 %)	1,8	2,4	2,4	1,9	1,9	0,9	1,1	0,7	0,8	0,8	11,3	6,6	2,7
Importations (16 %)	3,0	5,0	2,9	-0,6	2,0	0,3	0,1	0,8	0,2	0,7	12,5	4,8	1,5
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,4	1,3	0,6	0,7	0,1	0,3	0,7	0,5	0,2	0,4	1,9	2,0	1,3
<i>Variations de stocks</i>	0,8	0,2	0,2	-0,4	0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	1,6	-0,3	-0,2
<i>Commerce extérieur</i>	-0,2	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,0	0,1

Royaume-Uni	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,2	1,1	0,6	-0,5	0,4	0,1	0,5	0,1	0,1	0,3	1,8	0,9	0,7
Consommation privée (62%)	0,0	0,6	-0,2	-0,1	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	1,0	-1,3	0,0
Investissement (15 %)	4,3	-2,1	1,1	-0,5	-2,8	1,7	-0,2	0,4	0,7	0,7	2,6	-2,0	1,9
Consommation publique (26 %)	0,5	0,7	0,1	0,1	0,6	1,3	0,7	0,0	0,0	0,5	1,8	2,3	1,1
Exportations (30 %)	-0,3	3,7	0,2	3,9	1,5	-1,3	-1,0	-0,3	0,3	0,3	6,2	3,8	-0,5
Importations (33 %)	2,3	2,8	2,6	1,6	-2,9	-0,3	0,3	-0,3	0,3	0,5	8,5	0,0	0,5
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,6	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	1,5	-0,5	0,5
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,6	1,3	-1,0	-0,3	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,2	0,3	0,5
<i>Commerce extérieur</i>	-0,8	0,2	-0,7	0,6	1,4	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,9	1,1	-0,3

Japon	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	2,5	0,0	0,7	-0,7	-0,7	-0,3	1,5	0,4	0,4	0,4	4,1	-0,2	1,6
Consommation privée (59%)	1,2	-0,2	0,7	-0,9	-0,5	0,2	1,0	0,0	0,2	0,2	2,0	0,0	0,9
Investissement (21 %)	1,3	0,6	0,3	-1,0	-0,8	0,2	0,8	1,7	2,0	2,0	0,0	-0,3	5,2
Consommation publique (20 %)	-0,3	1,0	0,4	0,4	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	2,3	2,5	1,3
Exportations (15 %)	6,6	6,6	0,1	-0,5	0,2	-5,0	6,2	0,5	1,0	1,0	24,3	1,2	4,7
Importations (14 %)	2,9	5,3	1,5	-0,2	1,7	0,1	3,4	1,5	2,0	2,0	9,8	5,8	6,5
Contributions :													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,9	0,2	0,5	-0,6	-0,3	0,3	0,8	0,5	0,6	0,6	1,6	0,4	1,9
<i>Variations de stocks</i>	1,0	-0,4	0,4	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,5	0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	1,9	-0,6	-0,2

■ Prévvision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2010.

Sources : BEA (États-Unis), ONS (Royaume-Uni), gouvernement japonais (Japon), calculs Insee