

Marchés financiers

Rebond interrompu

Après un net rebond depuis l'été 2010, les marchés financiers sont entrés dans une phase plus incertaine au milieu du premier trimestre 2011. Les événements survenus au Japon le 11 mars ont provoqué un repli des indices boursiers. Dans les pays avancés, à l'exception du Japon, la plupart des marchés boursiers ont ensuite retrouvé les niveaux du début de l'année 2011, mais la dynamique de rebond que l'on observait depuis l'été 2010 semble interrompue. Les tensions sur les dettes souveraines dans la zone euro, et un climat conjoncturel en repli aux États-Unis sont autant d'éléments qui ont contribué à freiner la progression des marchés.

Face à l'accélération de l'inflation dans la zone euro, la banque centrale européenne a entamé un processus de resserrement monétaire en avril. Celui-ci devrait se poursuivre, avec deux hausses de taux supplémentaires, de 25 points de base, jusqu'à la fin de l'année. Les autres principales banques centrales maintiendraient le statu quo sur leurs taux directeurs.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,44 dollar, 118,1 yens et 0,88 livre pour un euro.

Des indices boursiers moins dynamiques

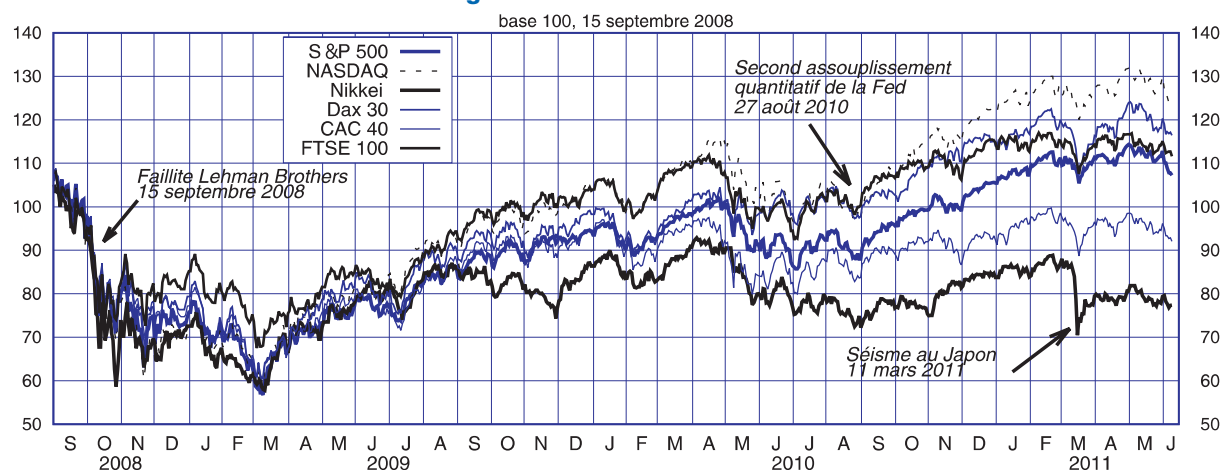
À la suite de l'annonce du second assouplissement monétaire quantitatif (QE2) aux États-Unis le 27 août 2010, les marchés boursiers ont amorcé un

rebond qui s'est poursuivi jusqu'au milieu du premier trimestre 2011. Mais le séisme survenu le 11 mars dernier au Japon a provoqué un net repli des indices boursiers (cf. graphique 1). Si actuellement le choc provoqué par le séisme au Japon a globalement été compensé, les marchés financiers apparaissent moins dynamiques que durant la seconde moitié de l'année 2010. Des enquêtes de conjoncture moins favorables aux États-Unis, le retour de tensions sur les dettes souveraines dans la zone euro et la hausse des prix des matières premières pèseraient ainsi sur les anticipations depuis début mai.

Face à la morosité des marchés d'actions, le marché obligataire rebondit depuis début avril.

Avec le ralentissement des marchés boursiers, les rendements obligataires ont baissé à partir d'avril pour revenir à leurs niveaux du début d'année 2011. Les taux longs américains se sont ainsi détendus, malgré quelques signes d'inquiétude passagère sur la qualité de la dette américaine. La réduction des anticipations de croissance, un effet de fuite vers la qualité et la poursuite du second assouplissement quantitatif ont contribué à cette baisse. En Europe, certains pays font face à des taux très élevés sur leurs obligations souveraines (cf. graphique 2) mais l'Allemagne et la France conservent des taux relativement bas (cf. graphique 3).

1 - Progression des marchés boursiers



Les dettes souveraines en zone euro continuent d'inquiéter

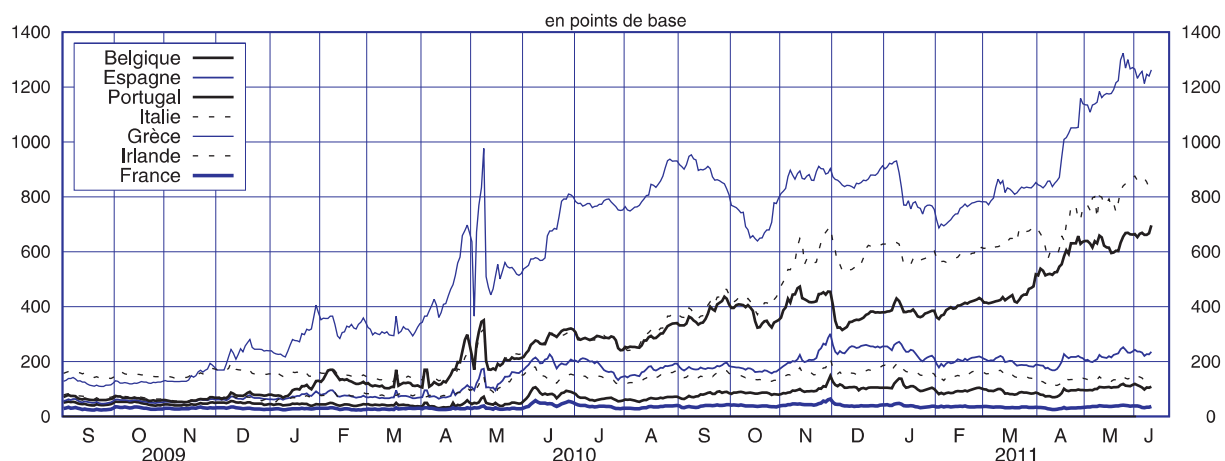
Les dettes souveraines restent un sujet de préoccupation majeur en Europe. Plusieurs pays rencontrent des difficultés à mettre en œuvre leurs plans d'ajustement budgétaire, ces difficultés étant de nature sociale, politique ou économique. Ceci suscite actuellement un regain d'inquiétude sur les marchés. Avec le niveau actuel des taux d'intérêt sur les obligations souveraines à 10 ans, le retour de la Grèce sur le marché en 2012 paraît difficile, et le déblocage de l'aide, prévu fin juin, a été retardé. De son côté, le Portugal a obtenu l'accord pour des mesures de soutien de la part du FMI et de l'Union européenne. L'aide porte sur 78 Md€ durant 3 ans. Le versement de la première tranche reste suspendu aux négociations avec le nouveau gouvernement.

Les politiques monétaires divergent entre les deux rives de l'Atlantique.

La Banque centrale américaine poursuit jusqu'en juin sa politique de rachat d'obligations, et ne devrait pas relever ses taux avant 2012. *A contrario*, la Banque centrale européenne s'est engagée dans une stratégie de sortie de l'assouplissement quantitatif. Le 7 avril dernier, elle a en outre procédé à un relèvement de ses principaux taux directeurs, de 25 points de base. Face à la persistance de l'inflation dans la zone euro, elle procéderait à deux nouvelles hausses de ses taux directeurs, de 25 points de base, d'ici la fin de l'année.

Les autres principales banques centrales maintiennent leurs taux au plus bas et ne donnent pas signe d'un changement d'orientation durant les prochains trimestres. Au Japon, les conséquences du

2 - Spreads sur les obligations souveraines dans la zone euro



En écart avec les taux des obligations souveraines à 10 ans de l'Allemagne
Source : Datalnsight

3- Taux d'intérêt sur les obligations souveraines à 10 ans



Source : Datalnsight

tsunami du 11 mars affectent très fortement la conjoncture. La Banque du Japon devrait en conséquence maintenir une politique accommodante. Malgré la progression de l'inflation, la Banque d'Angleterre maintiendrait la *statu quo* en matière de politique monétaire.

Forte appréciation de l'euro face au dollar depuis le début de l'année

Depuis le début de l'année, le resserrement monétaire dans la zone euro a contribué à l'appréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. Depuis le début de l'année, l'euro est ainsi passé de 1,29 dollar le 10 janvier à presque 1,49 dollar début mai (cf. graphique 4). Ce mouvement d'appréciation est contrarié périodiquement par la remontée des tensions sur les dettes souveraines en zone euro. Ces inquiétudes ont ainsi provoqué un net repli de l'euro en mai. L'hypothèse retenue dans cette prévision est celle d'une stabilité de la parité euro dollar à 1,44 jusqu'à la fin de l'année.

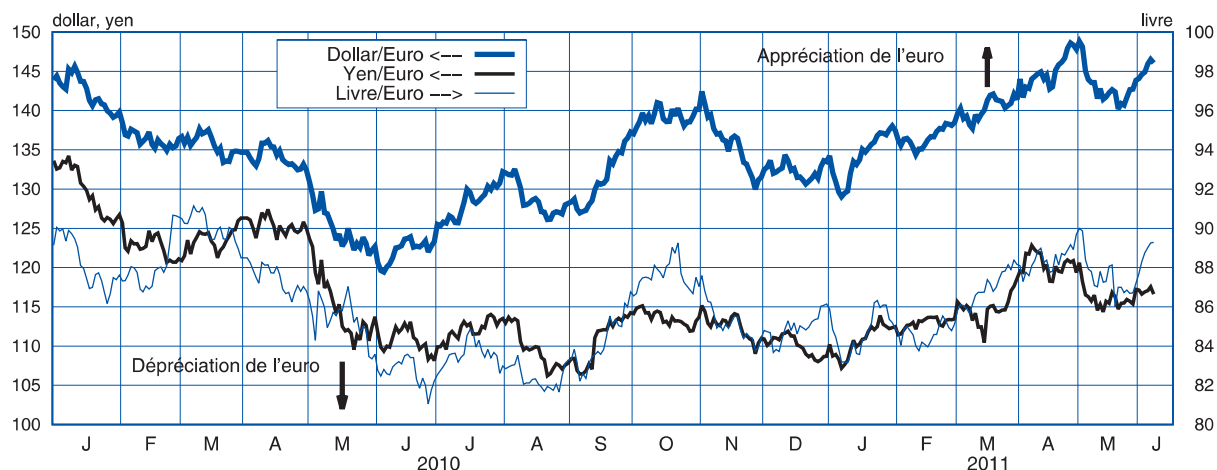
Des conditions de financement hétérogènes

Dans la zone euro, les conditions de financement des agents privés se durcissent en moyenne, avec des hétérogénéités entre les pays. Dans le sillage

du relèvement des taux de refinancement de la BCE, les taux d'intérêt du crédit bancaire remontent et les conditions d'octroi de crédit sont légèrement durcies. En conséquence, les encours de crédit aux entreprises diminuent. S'agissant des ménages, en France et en Italie, la hausse des prix immobiliers et le maintien de la demande continuent d'alimenter les encours de crédit. À l'horizon de la prévision, la demande de crédit immobilier des ménages pourrait cependant se modérer, ainsi que l'indiquent les enquêtes auprès des banques.

Aux États-Unis, les conditions de financement s'améliorent. Les banques déclarent assouplir leurs conditions d'octroi de crédit aux entreprises et les taux obligataires sont en légère baisse depuis le début de l'année. L'encours de crédit aux entreprises progresse à nouveau depuis fin 2010. A contrario, les encours de crédit aux ménages diminuent car les prix immobiliers continuent de baisser et les ménages poursuivent leurs efforts pour se désendetter. Au total, l'encours de crédit des agents non financiers aux États-Unis continue de se contracter : le repli des crédits immobiliers aux ménages l'emporte face au redressement du crédit aux entreprises. ■

4 - Taux de change de l'euro



Source : DataInsight

Zone euro

Les écarts persistent

Au premier trimestre 2011, l'activité de la zone euro a accéléré (+0,8 %), portée par un rebond en Allemagne (+1,5 %) et en France (+1,0 %). La demande interne a nettement soutenu l'activité. La consommation est en effet restée robuste, malgré l'entrée en vigueur des plans de consolidation budgétaire dans la plupart des pays européens et malgré le regain d'inflation qui a freiné le pouvoir d'achat. L'investissement a été dynamique, bénéficiant notamment d'un effet de rattrapage de l'activité dans la construction, après le recul du quatrième trimestre dû à des facteurs climatiques exceptionnels.

L'activité ralentirait au deuxième trimestre (+0,4 %) avec un contrecoup dans le secteur de la construction, puis croîtrait à ce rythme modéré au second semestre. Les exportations perdraient en dynamisme, en ligne avec la demande mondiale adressée à la zone euro. L'investissement en équipement ralentirait légèrement, dans le sillage de l'activité. En revanche, la consommation des ménages resterait relativement robuste. La zone euro serait marquée par un décalage croissant entre d'une part l'Allemagne et la France, où une dynamique autonome de la demande interne s'est installée, et d'autre part l'Espagne et l'Italie, où elle peine à redémarrer.

L'activité reste robuste en zone euro

L'activité a nettement accéléré en zone euro au premier trimestre 2011 (+0,8 %). Les enquêtes de conjoncture se replient légèrement depuis avril, mais restent à des niveaux élevés (cf. graphique 1). Elles laissent ainsi attendre une croissance du pro-

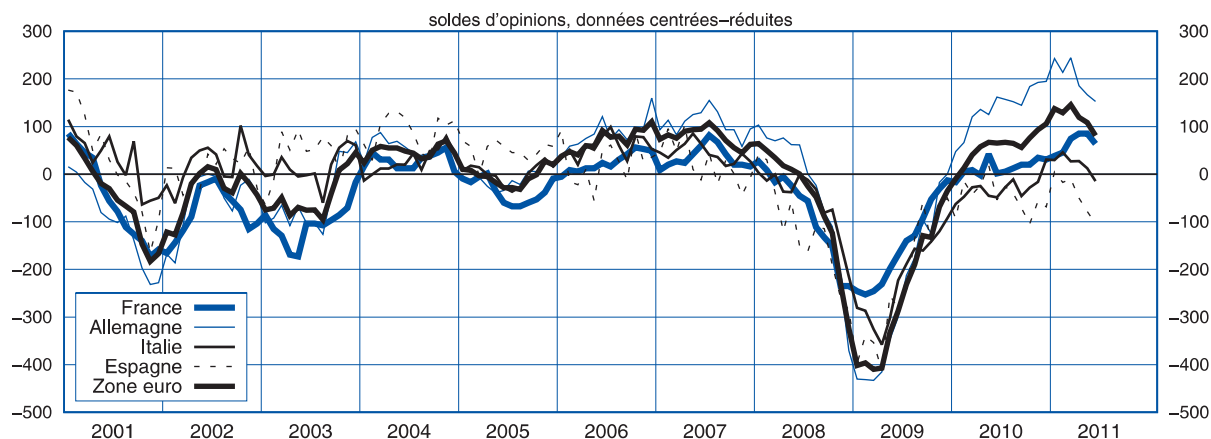
duit intérieur brut toujours robuste, quoique plus modérée, à partir du deuxième trimestre. Les exportations, qui ont rebondi au premier trimestre, soutenues par les importations américaines, allemandes et françaises, ralentiraient à l'horizon de la prévision, dans le sillage du commerce mondial. A contrario, la demande interne soutiendrait l'activité.

Au-delà des à-coups dans la construction, l'investissement s'affermirait en 2011

L'investissement en équipement serait soutenu par la hausse des débouchés, notamment à l'exportation. Le taux d'utilisation des capacités de production continue d'augmenter : celui-ci a retrouvé sa moyenne de longue période au premier trimestre 2011. Les conditions de financement des entreprises joueraient en revanche peu. Elles continuent de se resserrer mais légèrement à l'échelle de la zone euro, avec de fortes hétérogénéités entre pays ; elles s'assouplissent en Allemagne, et restent stables en France. Au total, l'investissement en biens d'équipement resterait dynamique, tout en ralentissant légèrement dans le sillage de l'activité.

L'investissement en construction a rebondi au premier trimestre, après un recul fin 2010 imputable en grande partie à la rigueur exceptionnelle de l'hiver. Par contrecoup, il serait à nouveau en repli au deuxième trimestre. Au second semestre, l'investissement dans la construction serait atone. La crise du marché immobilier espagnol continuerait en effet de peser sur la reprise du secteur à l'échelle de la zone euro.

1 - Perspectives de production dans l'industrie



Note de lecture : zone euro à 6 = Allemagne + France + Italie + Espagne + Pays-Bas + Belgique
Source : Commission européenne, calculs Insee

La hausse de l'inflation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages

Le regain d'inflation continuerait de peser tout au long de l'année sur le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation d'ensemble a, en effet, encore nettement progressé au début de l'année 2011 (cf. graphique 2), et en mai, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 2,7 %.

L'inflation « sous-jacente » augmenterait jusqu'à atteindre 1,7 % au mois de décembre 2011 (cf. graphique 2). L'augmentation des prix des matières premières industrielles et du pétrole continuerait en effet de se diffuser à l'inflation « sous-jacente ». La hausse des prix des matières premières alimentaires s'est déjà diffusée de façon plus marquée dans la zone euro qu'en France. Les prix alimentaires y progresseraient donc moins fortement qu'en France sur le reste de l'année.

Sous l'hypothèse d'un baril de Brent stable à 115 \$ en prévision, le glissement annuel des prix des produits énergétiques ralentirait progressivement au second semestre.

Au total, l'inflation d'ensemble s'établirait en décembre 2011 à 2,7 %, bien au-dessus du niveau atteint en décembre 2010 (+2,2 %).

La consommation continue de progresser

L'emploi est reparti à la hausse fin 2010, et continuerait de croître en 2011 (+0,2 % par trimestre). Le niveau toujours élevé du chômage pèserait sur l'évolution des salaires, même si en Allemagne, les accords conclus dans le cadre des négociations salariales prévoient des revalorisations substantielles. En revanche, le choc d'inflation importée rongerait le pouvoir d'achat des ménages tout au

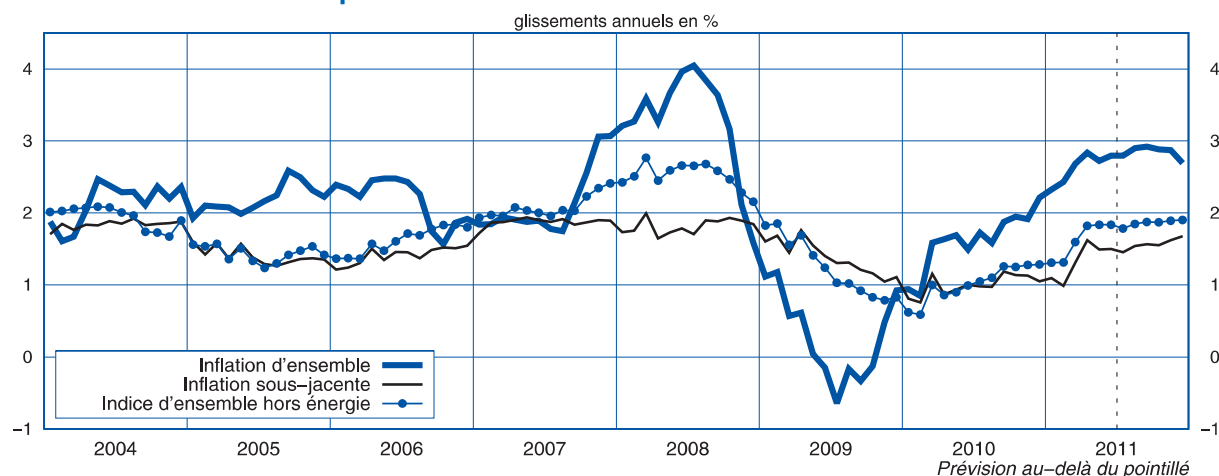
long de l'année. En outre, les mesures de consolidation budgétaire dans les pays de la zone euro affecteraient le revenu des ménages : hausses de cotisations et baisses de prestations en Allemagne et en Espagne, hausses d'impôt en France, gel des salaires des fonctionnaires en Espagne et en Italie. Le pouvoir d'achat des ménages progresserait donc faiblement en moyenne trimestrielle d'ici la fin de l'année. Au deuxième trimestre, la fin des effets de traîne de la prime à la casse en France pèserait en outre sur la consommation (+0,0 %). Sur le reste de l'année, la consommation des ménages progresserait (+0,2 % puis +0,3 %) en ligne avec les gains de pouvoir d'achat.

Au total, la croissance de la zone euro fléchirait légèrement (+0,4 % par trimestre, cf. graphique 3). En moyenne annuelle, elle serait de 2,1 % en 2011, après 1,7 % en 2010. Le portrait européen d'ensemble continuerait de masquer des situations nationales très hétérogènes (cf. graphique 4). L'activité resterait très dynamique en Allemagne, portée par le commerce extérieur, l'investissement, et une consommation plus soutenue. Au contraire, les économies italiennes et espagnoles continueraient de stagner en raison de la faiblesse de leur demande interne.

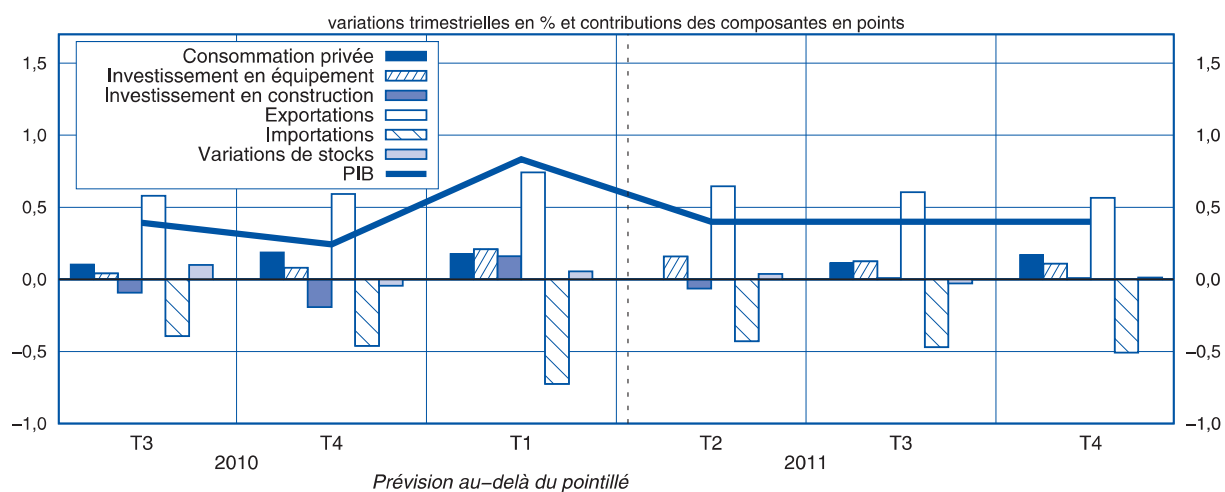
Tensions sur les dettes souveraines

Au cours du mois d'avril, le marché des dettes souveraines en Europe s'est de nouveau tendu, notamment en Grèce, en Irlande et au Portugal, ce qui pourrait peser sur le coût de refinancement des banques et sur le coût du capital des entreprises. À court terme, les conséquences de ces nouvelles tensions resteraient cependant faibles sur la croissance de la zone euro, mais elles pourraient accroître l'incertitude et les comportements d'attentisme de certains agents économiques ■

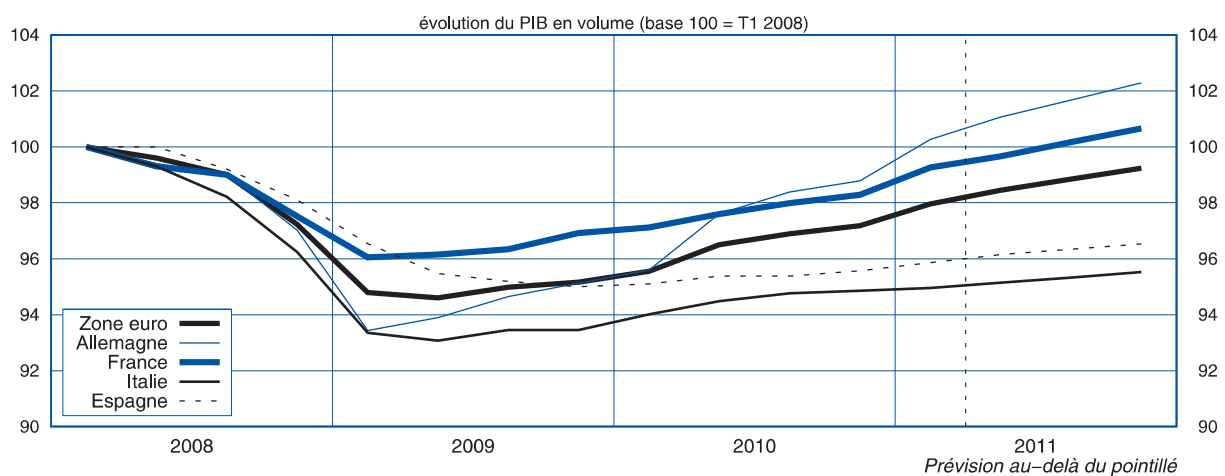
2 - Les prix à la consommation en hausse dans la zone euro



3 - Croissance du PIB en zone euro et contributions des principales composantes



4 - Des situations nationales contrastées



Allemagne

Sur la lancée

L'activité en Allemagne a fortement accéléré au premier trimestre 2011 (+1,5 % après +0,4 %). Le commerce extérieur et la demande intérieure ont soutenu la croissance. La consommation des ménages a été de nouveau vigoureuse malgré la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire et la hausse de l'inflation. L'investissement a été très dynamique, bénéficiant notamment du rebond du secteur de la construction. Au deuxième trimestre 2011, l'activité serait robuste (+0,7 %), soutenue encore par les exportations, l'investissement en biens d'équipement et la consommation. Au second semestre, l'activité fléchirait quelque peu mais continuerait de progresser à un rythme soutenu (+0,6 % par trimestre).

Le commerce extérieur et l'investissement resteraient dynamiques

En Allemagne, les enquêtes de conjoncture attestent depuis le début 2011 d'une activité très vigoureuse : le climat des affaires se maintient à un niveau très élevé (cf. graphique). Les exportations resteraient un moteur essentiel de la croissance allemande en 2011. Après avoir accéléré au premier trimestre, elles ralentiraient cependant jusqu'à la fin de l'année, en ligne avec la demande étrangère. L'investissement en équipement des entreprises suivrait le même profil, mais resterait dynamique.

Dans le secteur de la construction, la rigueur des températures du mois de décembre 2010 a occasionné d'importants retards de production. Par effet de rattrapage, l'investissement a fortement rebondi au premier trimestre 2011. À la suite de ce contre-coup, il se replierait au deuxième trimestre, puis augmenterait à un rythme modéré.

Un marché du travail porteur

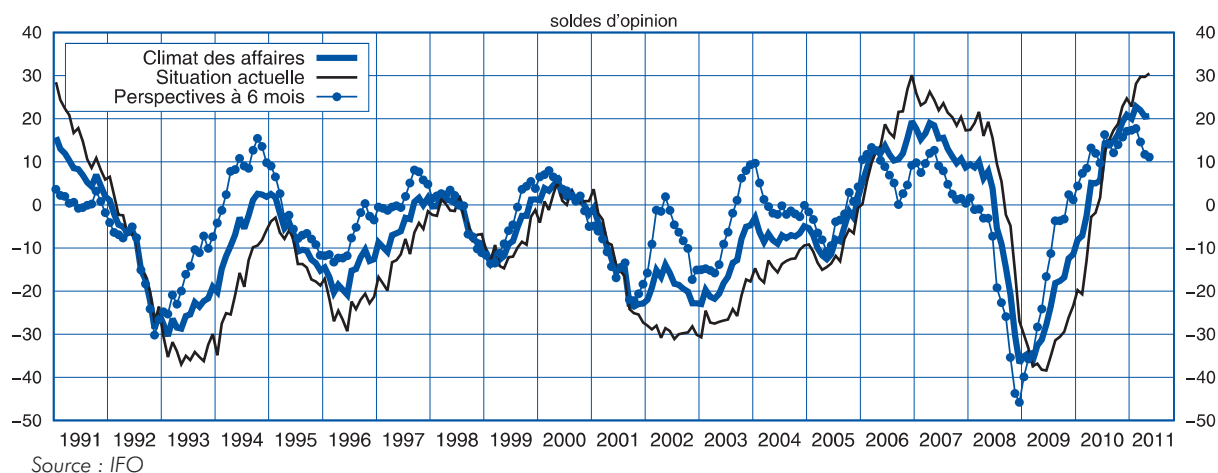
Avec la reprise de l'activité, l'emploi est reparti à la hausse depuis le début de l'année 2010. Au premier trimestre 2011, l'emploi a continué d'augmenter (+0,4 %), bénéficiant de la vigueur de la croissance. La réintégration des chômeurs partiels serait pratiquement achevée et aurait peu d'effet sur l'évolution de l'emploi en 2011. Au deuxième trimestre, l'emploi progresserait au même rythme, l'activité étant encore soutenue. Il ralentirait quelque peu au second semestre.

Parallèlement, les salaires ont été dynamiques au premier trimestre 2011. Les accords salariaux déjà conclus suggèrent que les salaires croîtraient à un rythme soutenu jusqu'à la fin de l'année, rompant ainsi quelque peu avec les années de modération salariale, dans un contexte de baisse continue du chômage. Toutefois, l'inflation continuerait d'augmenter, sous l'effet du choc d'inflation importée, et amoindrirait les gains de salaires réels tout au long de l'année. Au total, ceux-ci resteraient positifs (de +0,3 % à +0,4 %).

Progression de la consommation des ménages

Malgré la bonne tenue des revenus d'activité, les gains de pouvoir d'achat ont été faibles au premier trimestre 2011 (+0,1 %). Ils ont en effet été freinés par le regain d'inflation et l'entrée en vigueur des mesures de redressement des comptes publics au début de l'année 2011 : hausses de cotisations sociales et baisses de prestations sociales. Pour autant, la consommation des ménages allemands a encore été vigoureuse. Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait légèrement d'ici l'horizon de prévision. Par conséquent, la consommation des ménages resterait robuste jusqu'à la fin de l'année (+0,3 % par trimestre). ■

Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées



Éclairage - Formation des salaires en Allemagne : quels enseignements d'une modélisation macroéconomique ?

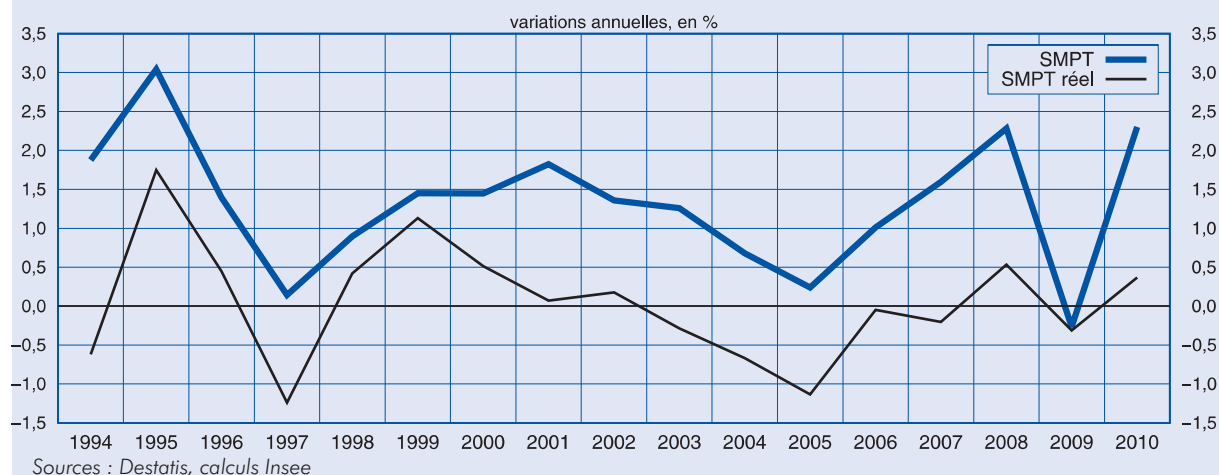
Les gains de salaires réels ont été très faibles en Allemagne au cours des années 2000

Les années 2000 ont été marquées par une longue période de modération salariale. Les salaires réels ont même quelque peu baissé entre 2000 et 2007 (-0,2 % en moyenne annuelle, cf. graphique 1) et la part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée est passée de 59,3 % en 2000 à 54,1 % en 2007 (cf. graphique 2). En revanche, en sortie de crise, la progression des salaires nominaux et réels paraît plus dynamique. Cette évolution intervient dans un contexte à la fois de hausse de l'inflation et de baisse du chômage. On examine ici comment une modélisation de la formation des salaires permet de rendre compte de la progression récente des salaires.

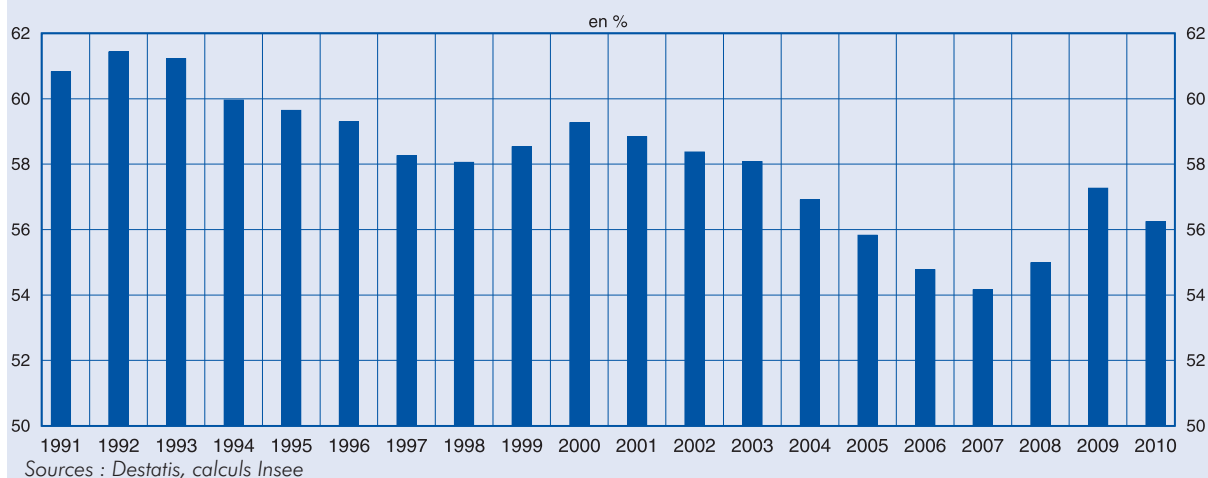
Une modélisation simple de la formation des salaires confirme l'effet favorable de l'amélioration du marché du travail sur la dynamique des salaires en Allemagne en sortie de crise

La littérature économique conduit à retenir l'inflation anticipée, les tensions sur le marché du travail et la productivité comme principaux déterminants du salaire. Le taux de chômage est l'indicateur de tensions le plus souvent retenu pour capter les tensions sur le marché du travail : le niveau du taux de chômage influe en effet sur le pouvoir de négociation des salariés et donc sur les hausses de salaires qu'ils peuvent obtenir. Les travaux les plus récents invitent en outre à considérer que les salariés fondent leurs anticipations d'inflation en partie sur l'évolution passée des prix (anticipations adaptatives), mais aussi en partie en fonction de la cible de la Banque

1 - Évolution des salaires nominaux et réels depuis 1994



2 - Part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée nominale



centrale, puisque celle-ci a la charge de maintenir l'inflation le plus près possible de cette cible.

L'évolution du salaire moyen par tête en Allemagne peut, de fait, être décrite par une telle relation :

$$\Delta \log \text{SMPT} = -0,22 U^{***} + 0,28 \Delta \log \text{PROD}^{***} + 0,17 \Delta \log \text{PROD}_{t-1}^{**} + 0,48 \Delta \log \text{IPC}_{t-3}^{***} + 2,0$$

$$R^2 = 0,42 \quad DW = 1,92$$

Période d'estimation : 1992 T1 - 2010 T1

Significativité à 1 % : *** Significativité à 5 % : **

où SMPT désigne le salaire moyen par tête, U le taux de chômage, PROD la productivité apparente du travail et IPC l'indice des prix à la consommation. Le graphique 3 présente l'évolution observée des salaires ainsi que leur simulation par l'équation et les contributions à cette simulation.

L'estimation du modèle confirme l'existence d'une relation négative entre le niveau du chômage et la progression des salaires. Ainsi, entre 2005 et 2008, la croissance allemande a permis de faire baisser le taux de chômage et les salaires ont été plus dynamiques (cf. graphique 4).

Une interprétation possible de ce résultat est que les salariés allemands intègrent bien dans leurs anticipations la cible de la BCE.

En cas de choc sur les prix, un délai est nécessaire pour que ce choc soit pris en compte dans les négociations salariales et se répercute sur les salaires. C'est ainsi que la hausse des prix du pétrole de 2007, conjuguée d'ailleurs à la baisse du taux de chômage, a soutenu les salaires en 2008 (cf. graphique 3).

En sortie de crise, tous les déterminants contribuent à la progression des salaires nominaux (cf. graphique 3). D'une part, les gains de productivité sont à nouveau positifs, après la forte baisse enregistrée pendant la crise, et l'inflation se redresse. Et surtout, le niveau historiquement bas du chômage soutient la progression des salaires en Allemagne.

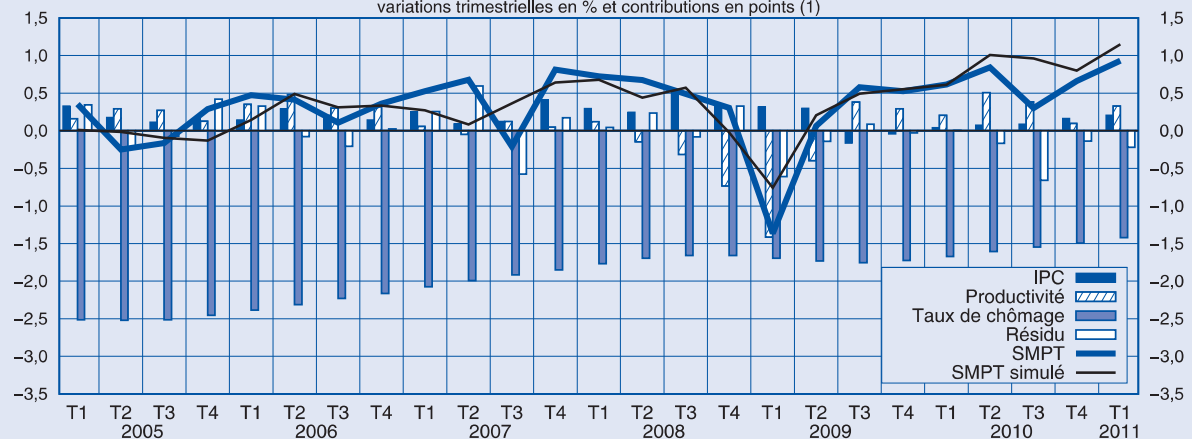
Bibliographie

Insee (2009), « Le chômage partiel en Allemagne », éclairage de la *Note de conjoncture* de décembre.

Ziemann V., (2010), « Qu'est-ce qui explique la résistance de l'emploi en Allemagne ? », Direction générale du Trésor, Trésor-Éco, n°79. ■

3 - Contributions à la croissance des salaires

variations trimestrielles en % et contributions en points (1)

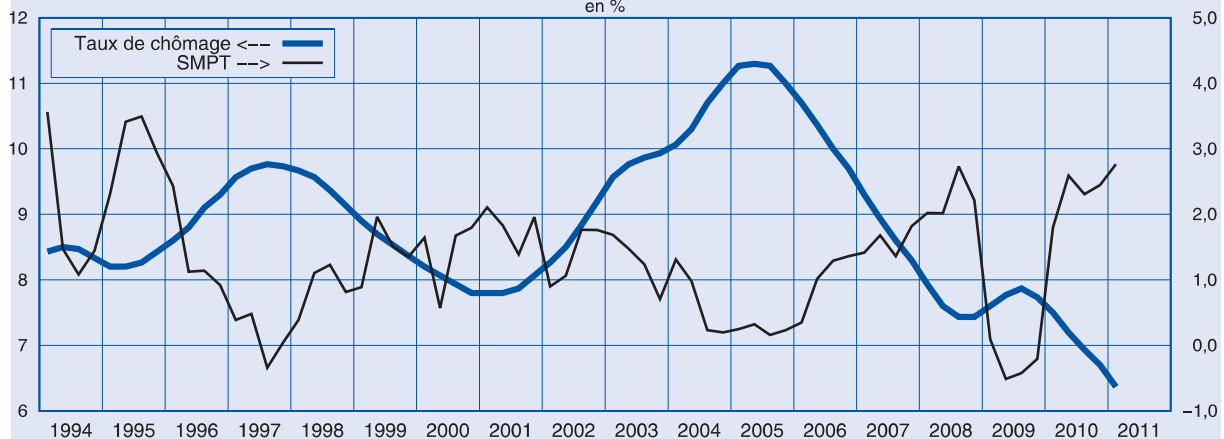


Sources : Destatis, calculs Insee

(1) La contribution de la constante s'élève à 2,0 points

4 - Une relation décroissante entre le taux de chômage et le salaire moyen par tête

en %



Sources : Eurostat, calculs Insee

Italie

Piano, piano

L'activité italienne a faiblement progressé au premier trimestre 2011 (+0,1 %, comme au trimestre précédent) : si les exportations ont bénéficié de la vigueur de la croissance des partenaires commerciaux de l'Italie, sa demande intérieure est restée atone.

La hausse de l'activité resterait modeste à l'horizon de la prévision (+0,2 % par trimestre). Les exportations décélèreraient quelque peu, en ligne avec la demande adressée à l'Italie. La consommation des ménages soutiendrait modérément la croissance du fait de la faiblesse des gains de pouvoir d'achat. L'investissement productif s'améliorerait progressivement, après avoir nettement ralenti au second semestre 2010 avec l'expiration des incitations fiscales du plan de relance.

Les exportations continueraient de soutenir la faible reprise italienne

Les exportations italiennes ont rebondi au premier trimestre 2011, notamment vers l'Allemagne et les États-Unis. Sur le reste de l'année, elles seraient moins dynamiques, en ligne avec le ralentissement de la demande externe adressée à l'Italie, mais elles continueraient de soutenir la croissance (cf. graphique). Les importations ralentiraient également, du fait d'une demande intérieure atone et du moindre dynamisme des exportations. La contribution des échanges extérieurs à la croissance serait stable, à +0,1 point par trimestre.

La consommation des ménages serait bridée par la faiblesse du pouvoir d'achat

Le marché du travail reste dégradé en Italie. L'emploi redémarre lentement en raison de la faiblesse de la croissance, mais aussi parce que les entrepri-

ses continuent de réintégrer à temps plein des salariés contraints au chômage partiel pendant la crise. En outre, les enquêtes de conjoncture pour le mois d'avril indiquent une dégradation des perspectives d'emploi dans l'industrie manufacturière et la construction. Au total, l'emploi s'améliorerait modestement d'ici fin 2011.

Les salaires nominaux seraient freinés par la situation toujours peu favorable du marché du travail et par le gel des salaires des fonctionnaires prévu dans le cadre du plan de consolidation budgétaire. Ils seraient toutefois soutenus par le retour à temps plein des travailleurs au chômage partiel, et s'indexeraient partiellement à la hausse de l'inflation. Au total, les salaires réels reculeraient en 2011.

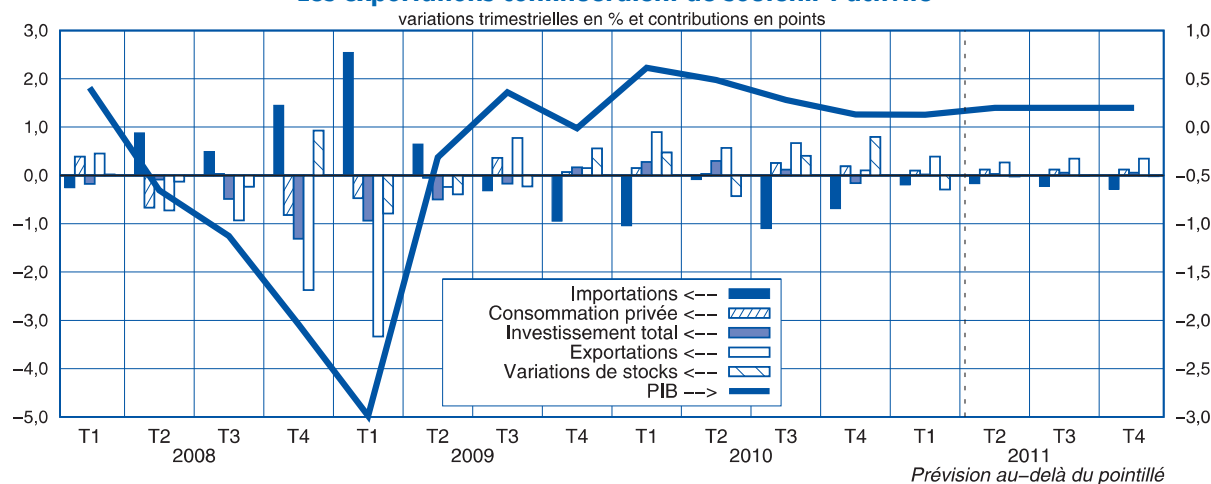
La hausse de l'inflation amputerait nettement le pouvoir d'achat des ménages, qui se replierait. Le rythme de croissance de la consommation des ménages italiens serait stable à +0,2 % par trimestre d'ici fin 2011, et le taux d'épargne baisserait de nouveau, comme en 2010.

L'investissement soutiendrait faiblement la croissance

L'investissement en biens d'équipement a faiblement augmenté au premier trimestre 2011, subissant encore le contrecoup de l'expiration, en juin 2010, des incitations fiscales de la loi Tremonti-Ter. Néanmoins cet effet s'atténuerait progressivement d'ici la fin 2011 et l'investissement en biens d'équipement accélérerait légèrement au cours de l'année.

L'investissement en construction a rebondi au premier trimestre 2011, après un repli au quatrième trimestre 2010 lié à des conditions météorologiques défavorables. Il serait peu dynamique sur la fin de l'année. ■

Les exportations continueraient de soutenir l'activité



Sources : Istat et calculs Insee

Espagne

Un lent rétablissement

D'ici fin 2011, l'activité espagnole continuerait de croître à un rythme modeste (+0,1 % au deuxième trimestre, puis +0,2 % aux deux derniers trimestres), après avoir légèrement accéléré au premier trimestre (+0,3 %). La consommation des ménages serait pénalisée par la faiblesse du pouvoir d'achat et par le niveau élevé du chômage. Par ailleurs, l'investissement en construction resterait en repli même si le marché immobilier tend à se stabiliser. En revanche, les exportations seraient dynamiques et entraîneraient dans leur sillage l'investissement en équipement.

La consommation stagnerait

Le taux de chômage s'établit en avril à 20,7 %. D'ici la fin de l'année, l'emploi se stabiliserait progressivement et le taux de chômage fléchirait légèrement.

Après la hausse de la TVA en juillet 2010 et le relèvement de l'impôt sur le tabac en décembre 2010, l'inflation serait soutenue par l'augmentation des prix des matières premières importées. Via les mécanismes d'indexation à la hausse des prix, habituellement très marqués en Espagne, les salaires nominaux seraient dynamiques, malgré le gel du salaire des fonctionnaires au début de l'année 2011. Toutefois, à court terme, l'ajustement des salaires aux prix étant partiel, les salaires réels seraient en repli. Le pouvoir d'achat des ménages se contracterait au premier semestre 2011, puis se stabiliserait au second semestre.

Face à un chômage élevé et à la faiblesse du pouvoir d'achat des ménages, la consommation privée serait atone d'ici la fin 2011.

Vers une stabilisation du marché immobilier

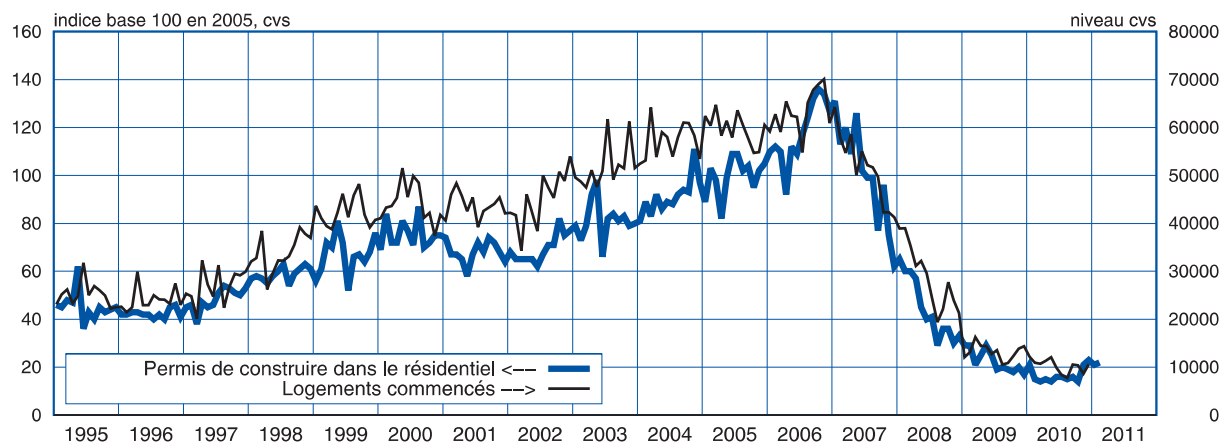
Le secteur de la construction resterait pénalisé par les conséquences de la crise immobilière et par les restrictions budgétaires, notamment en matière d'investissement public. Toutefois, dans la construction résidentielle, les permis de construire et les logements commencés ont atteint depuis plusieurs mois des niveaux plancher (cf. graphique) : l'ajustement du marché immobilier toucherait donc progressivement à sa fin en 2011. L'investissement en construction continuerait de reculer mais de moins en moins fortement à l'horizon de la prévision.

L'investissement en équipement progresserait légèrement à partir du deuxième trimestre 2011, en partie grâce à des débouchés favorables à l'exportation.

Les exportations resteraient dynamiques

Les évolutions du commerce extérieur refléteraient le décalage conjoncturel entre l'Espagne et ses principaux partenaires européens. Les exportations resteraient dynamiques, même si elles ralentiraient d'ici la fin 2011, en lien avec la demande mondiale. La demande extérieure constituerait donc le soutien principal de la croissance espagnole jusqu'à la fin 2011 : la contribution positive des échanges extérieurs à la croissance l'emporterait sur celle, négative, de la demande interne. ■

Le marché immobilier en voie de stabilisation



Sources : Eurostat, OCDE

États-Unis

Un début d'année en demi-teinte

Au premier trimestre 2011, l'économie américaine a ralenti, avec un repli exceptionnel de l'activité de construction, lié aux intempéries de janvier, et une baisse des dépenses publiques de défense. En revanche, les composantes de la demande privée, consommation et investissement productif, ont continué de progresser.

Au deuxième trimestre, l'activité ralentirait de nouveau. L'inflation pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages, et la consommation serait peu dynamique. Parallèlement, les entreprises seraient confrontées à des difficultés d'approvisionnement liées à la chute de la production japonaise.

Au second semestre, l'activité accélérerait. L'inflation se modérant, le pouvoir d'achat se redresserait quelque peu dans le sillage de l'emploi, et la consommation accélérerait. L'investissement productif resterait dynamique, avec l'amélioration des perspectives de débouchés.

Au deuxième trimestre, l'activité serait freinée par la hausse du prix des matières premières et les conséquences du séisme au Japon

Au deuxième trimestre, l'activité ralentirait (cf. graphique). Les enquêtes de conjoncture indiquent en effet une nette dégradation du climat des affaires dans l'industrie manufacturière et dans les services. L'activité pâtirait notamment de pénuries de pièces détachées automobiles et de composants électroniques, conséquences du séisme au Japon. Les entreprises puiseraient alors dans leurs stocks pour servir la demande. En revanche, l'activité de construction rebondirait quelque peu, par effet de rattrapage après le creux d'activité du premier trimestre.

L'emploi, moteur de nouveau en marche

Depuis le printemps 2010, la situation de l'emploi s'améliore progressivement aux États-Unis. Depuis

le début de l'année, en moyenne, 150 000 emplois par mois ont été créés. Les entreprises ayant nettement réduit leurs effectifs pendant la récession, la productivité par tête est revenue au-dessus de sa tendance. Pour servir la hausse de la demande, les entreprises augmentent désormais leurs effectifs. À l'horizon de la prévision, la progression de l'emploi (+0,4 % en moyenne par trimestre jusqu'à fin 2011) soutiendrait les revenus des ménages.

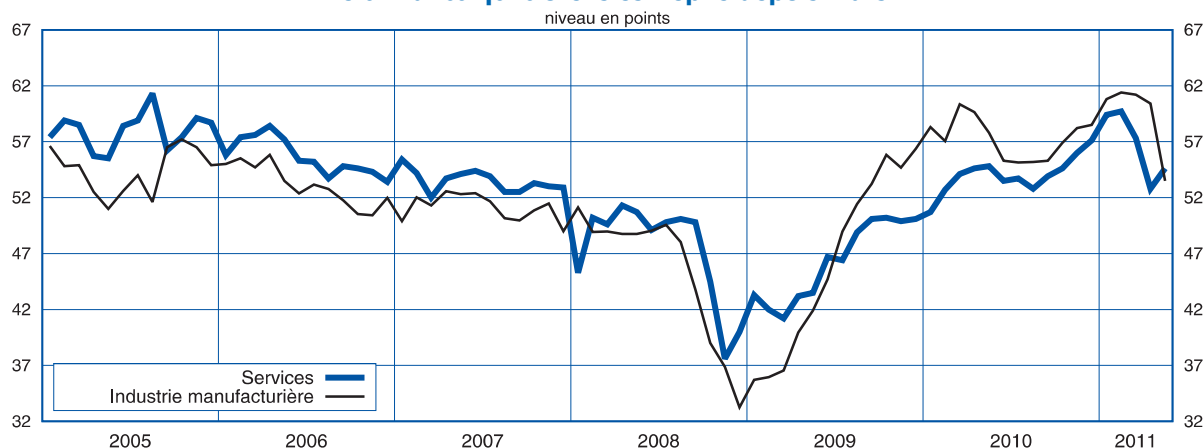
Au deuxième trimestre, le pouvoir d'achat progresserait peu malgré le dynamisme de l'emploi et le soutien des mesures budgétaires. En effet, l'inflation augmenterait dans le sillage de la hausse des prix internationaux des matières premières, et les salaires réels reculeraient. Ainsi, la consommation des ménages serait freinée par la faiblesse des gains de pouvoir d'achat.

Au second semestre, l'activité accélérerait

Au second semestre, le prix du pétrole se stabiliserait, et l'inflation se modérerait progressivement. Dès lors, le pouvoir d'achat des ménages se redresserait quelque peu, toujours soutenu par la croissance de l'emploi. Ces gains de pouvoir d'achat permettraient aux ménages d'augmenter légèrement leurs dépenses de consommation tout en maintenant un taux d'épargne élevé pour continuer de se désendetter.

De leur côté, les entreprises accroîtraient leurs dépenses d'investissement pour reconstituer leurs capacités productives et le rétablissement progressif de la production japonaise leur permettrait également de reconstituer leurs stocks. En revanche, les dépenses publiques seraient toujours freinées par les tensions politiques autour du financement du déficit public fédéral. Au total, l'activité accélérerait légèrement au second semestre 2011. Sur l'année, le taux de croissance du PIB s'établirait à +2,2 %. ■

Le climat conjoncturel s'est replié depuis mars



Source : Institute of Supply Management

Royaume-Uni

Le Royaume-Uni n'est plus à la noce

En 2011, la reprise au Royaume-Uni s'essoufflerait : +1,0 % après +1,3 % en 2010. Au deuxième trimestre notamment, l'activité calerait du fait de la faiblesse de la demande intérieure, alors que de nouvelles mesures de consolidation budgétaire entreraient en vigueur. Au second semestre, l'activité se redresserait quelque peu, mais à un rythme largement inférieur à celui d'avant-crise. Sur l'année, les ménages diminueraient leurs dépenses de consommation, et le dynamisme des débouchés extérieurs ne suffirait pas à faire progresser l'investissement des entreprises.

Au-delà des à-coups, la reprise s'essouffle

La croissance britannique a rebondi au premier trimestre (+0,5 %), après s'être repliée fin 2010 (-0,5 %), les intempéries de décembre ayant pesé sur l'activité dans les services et la construction. Ce rebond reste modeste puisque, au total, l'activité a stagné en moyenne sur les deux trimestres. En particulier, la production dans la construction a continué de reculer au premier trimestre. Au deuxième trimestre, la croissance resterait faible : la demande intérieure, notamment la consommation privée et publique, serait en effet fortement affectée par les nouvelles mesures de consolidation budgétaire (16 milliards de £ supplémentaires, soit 1,2 points de PIB) de l'année fiscale 2011-2012. Au second semestre, l'activité croîtrait modérément (+0,3 % par trimestre), à un rythme nettement inférieur à celui d'avant-crise.

La consommation des ménages en panne

Au premier semestre 2011, le pouvoir d'achat des ménages se replierait nettement (-1,0 % au premier trimestre puis -0,6 % au deuxième trimestre).

D'une part, l'inflation serait en forte hausse après le relèvement du taux de TVA début janvier. D'autre part, au deuxième trimestre, la hausse des cotisations sociales amplifierait le recul du pouvoir d'achat (cf. graphique). Au second semestre, l'inflation se modérant, le pouvoir d'achat des ménages se rétablirait légèrement. Au total, en 2011, les ménages n'augmenteraient pas leur consommation et maintiendraient un taux d'épargne légèrement inférieur à son niveau de 2010.

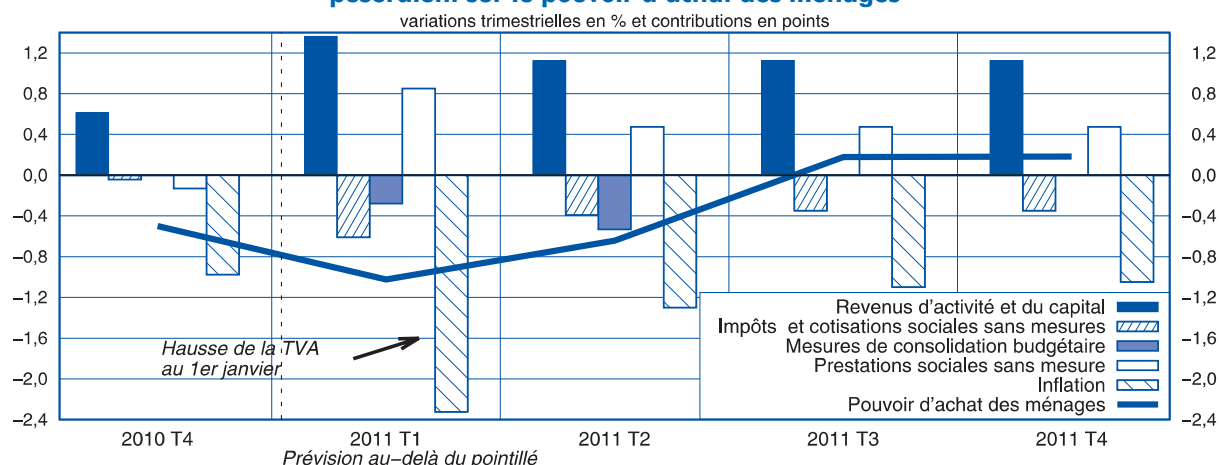
L'investissement et le commerce extérieur, uniques soutiens de la croissance

Au premier trimestre, l'investissement des entreprises s'est fortement contracté, du fait de la poursuite de la crise immobilière et du repli des perspectives d'activité. Sur l'année, l'investissement s'inscrirait en recul, malgré un léger rebond à partir du deuxième trimestre pour servir la demande extérieure.

Au premier trimestre, les exportations ont nettement accéléré ; elles ralentiraient toutefois à l'horizon de la prévision, dans le sillage du commerce mondial. L'évolution des importations refléterait l'atonie de la demande intérieure. Après un repli ponctuel au premier trimestre⁽¹⁾, elles seraient plus en ligne avec leurs déterminants habituels. Au total, le commerce extérieur soutiendrait la croissance britannique sur l'ensemble de l'année, avec toutefois un profil heurté par la dynamique des importations. ■

(1) Au premier trimestre, les importations britanniques se sont repliées sous l'effet de l'effondrement des importations d'avions, à la suite du changement des modalités d'application du taux zéro de TVA au 1^{er} janvier 2011.

L'inflation et les mesures de consolidation budgétaire pèseraient sur le pouvoir d'achat des ménages



Japon

Après le choc, l'effort de reconstruction

Au premier trimestre 2011, l'économie japonaise s'est repliée (-0,9 %). La catastrophe du 11 mars a gravement endommagé l'appareil productif et l'activité se replierait encore plus fortement au deuxième trimestre (-1,8 %). Au second semestre, l'économie japonaise se redresserait, portée par les travaux de reconstruction et par la reprise progressive de l'activité dans les zones touchées par le sinistre (+1,5 % au troisième trimestre puis +2,5 % au quatrième trimestre). D'ici la fin de l'année, la production aurait ainsi rejoint le niveau prévalant avant le séisme.

La catastrophe du 11 mars a endommagé l'appareil productif

Le 11 mars 2011, le Japon a été frappé par un violent séisme, suivi d'un tsunami et d'un accident nucléaire majeur. Au-delà de son impact humain, cette catastrophe a gravement endommagé les capacités productives japonaises. Les destructions matérielles sont évaluées à plus de 3 % du PIB. Plusieurs centrales électriques ont fermé, occasionnant des pénuries d'électricité dans tout le Nord-est du Japon. En outre, l'arrêt de plusieurs usines stratégiques dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique a perturbé la production de l'ensemble du pays. Au total, la catastrophe a eu un impact immédiat sur l'activité : l'indice de la production industrielle a reculé de 15,5 % en mars (cf. graphique) et le PIB japonais a reculé de 0,9 % au premier trimestre, alors qu'une dynamique favorable semblait s'installer au début de l'année.

Au deuxième trimestre, l'activité reculerait fortement

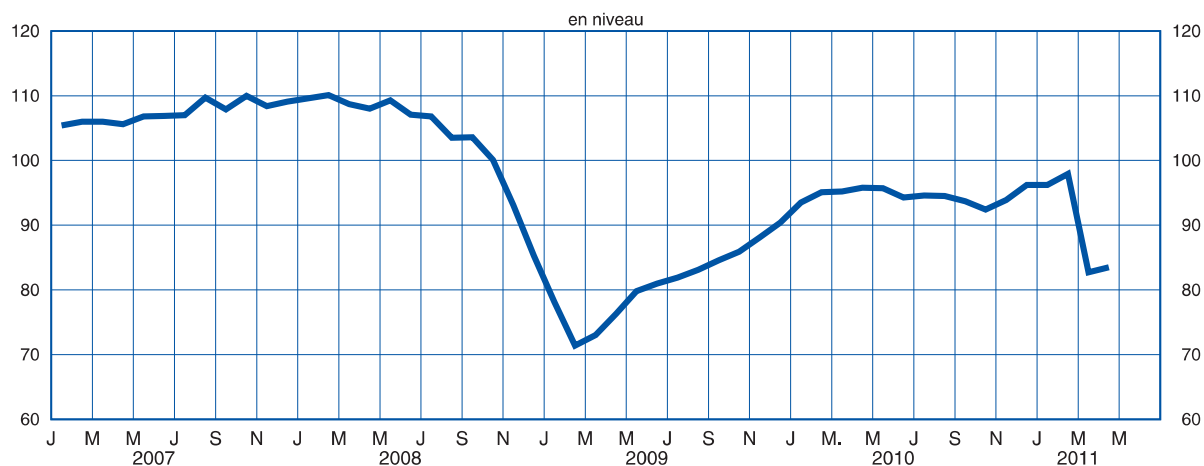
Au deuxième trimestre, l'impact sur l'activité se ferait pleinement sentir et le PIB reculerait de 1,8 %.

Côté demande, la consommation se replierait nettement. Dans les zones sinistrées, les ménages réduiraient leurs dépenses, du fait de la dégradation de leur cadre de vie. Ailleurs, les ménages réduiraient leurs dépenses compte tenu de perspectives de revenu plus incertaines et d'une offre plus réduite de biens. En outre, les exportations chuteraient avec la baisse de la production. En revanche, les premiers efforts de reconstruction soutiendraient quelque peu la demande japonaise au deuxième trimestre.

Au second semestre, l'activité repartirait grâce à la reconstruction

Au second semestre, ces efforts s'intensifieraient et doperaient l'activité. Les entreprises retrouveraient progressivement les niveaux d'activité prévalant avant la catastrophe. Les difficultés d'approvisionnement en électricité, prévisibles à l'été, freineraient cependant quelque peu ce rattrapage. Les dépenses d'investissement seraient très dynamiques dans toutes leurs composantes : investissement public, reconstitution des capacités de production des entreprises, investissement en logements des ménages. Au fur et à mesure que les capacités productives se rétabliraient, les entreprises serviraient la demande étrangère, et les exportations rebondiraient. En outre, les ménages augmenteraient leurs dépenses de consommation, ne serait-ce que pour rééquiper leurs logements dans les zones touchées par le séisme ; ailleurs, ils retrouveraient peu à peu leurs habitudes de consommation. Au total, l'activité japonaise se redresserait nettement : +1,5 % au troisième trimestre puis +2,5 % au quatrième trimestre. ■

Indice de la production industrielle



Source : DataInsight

Chine et Asie émergente

Les tensions inflationnistes persistent

Au premier trimestre 2011, l'activité est restée dynamique en Asie émergente malgré un léger ralentissement en Chine. Les tensions inflationnistes se sont renforcées dans le sillage du renchérissement des matières premières, et les gouvernements continuent de durcir leurs politiques économiques. À l'horizon de la prévision, la demande resterait dynamique, soutenue en interne par le coût toujours faible du crédit et en externe, par la compétitivité des devises asiatiques. Cependant, l'activité serait quelque peu freinée par les effets du durcissement des politiques économiques. Par ailleurs, les conséquences du séisme au Japon restent incertaines sur l'activité.

Pour lutter contre l'inflation, des politiques économiques plus restrictives

L'inflation a continué sa progression début 2011 en Asie émergente, dans le sillage du rebond des prix de matières premières depuis mi-2010 (cf. graphique). En outre, les capacités productives sont très sollicitées et les tensions persistantes sur les marchés du travail entraîneraient des hausses de salaires.

En réaction à ces tensions inflationnistes, les politiques économiques sont restrictives. Les politiques monétaires se resserrent : en Chine et en Corée, les ratios de réserves obligatoires et les taux d'intérêt appliqués aux banques ont été relevés progressivement depuis le troisième trimestre 2010. Parallèlement, les politiques budgétaires se durcissent, en Chine et à Taiwan notamment. Cependant, le resserrement des politiques économiques est contrebalancé par le dynamisme des entrées de devises.

Une activité toujours dynamique qui devrait légèrement ralentir au second semestre

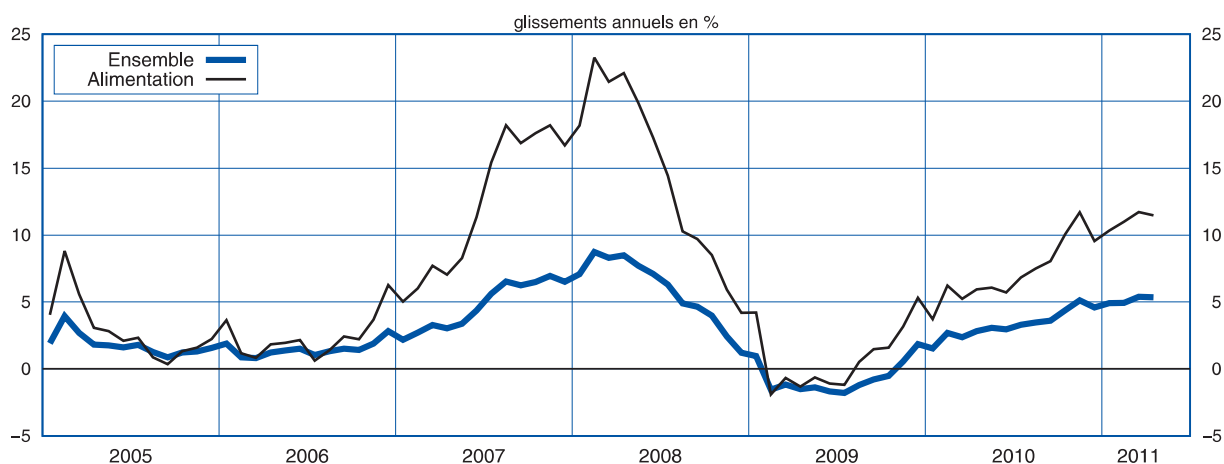
Au premier trimestre, la demande s'est globalement renforcée en Asie émergente avec toutefois des hétérogénéités : l'activité a légèrement ralenti en Chine, sous l'effet des politiques restrictives, tandis qu'elle a accéléré en Corée. Sur l'ensemble de l'Asie émergente, la consommation des ménages est restée dynamique, soutenue par les hausses des salaires. Parallèlement, les entreprises ont jusqu'à présent bénéficié de la faiblesse du coût du crédit pour étoffer leurs capacités productives.

En avril, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises d'Asie émergente suggèrent que l'activité de ces pays ralentirait quelque peu, du fait de la modération de la demande en provenance des économies avancées et des effets restrictifs des politiques économiques nationales. L'activité resterait néanmoins dynamique, proche de son potentiel.

Incertitudes autour des conséquences du séisme au Japon

Le séisme qui a frappé le Japon le 11 mars dernier aurait des conséquences sur les pays d'Asie émergente. L'effort de reconstruction au Japon soutiendrait les importations en provenance d'Asie émergente. En revanche, la rupture de la production japonaise de certains biens de haute technologie pourrait provoquer des pénuries et perturber la production de l'ensemble de la zone Asie. ■

Prix à la consommation en Chine



Source : Markit

Comptes des pays



ZONE EURO	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES																
PIB	-2,5	-0,2	0,4	0,3	0,3	1,0	0,4	0,2	0,8	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	2,1	
Consommation privée (58 %)	-0,5	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,0	0,2	0,3	-1,2	0,8	0,9	
Investissement (20 %)	-5,6	-2,2	-1,3	-0,8	-0,7	2,3	-0,2	-0,1	2,1	0,7	0,8	0,7	-11,6	-1,0	3,6	
Consommation publique (22 %)	0,7	0,7	0,4	-0,1	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,8	0,1	0,1	0,1	2,4	0,3	1,0	
Exportations (36 %)	-8,6	-1,2	2,5	2,3	3,5	4,2	1,6	1,6	1,8	1,6	1,5	1,4	-13,0	11,0	7,4	
Importations (35 %)	-6,9	-2,7	1,8	1,2	3,9	4,1	1,1	1,3	1,9	1,1	1,2	1,3	-11,6	9,2	6,3	
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	-1,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,6	0,1	0,2	0,8	0,1	0,3	0,3	-2,7	0,3	1,4	
Variations de stocks	-0,4	-0,5	0,4	-0,1	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,6	0,1	
Commerce extérieur	-0,8	0,6	0,3	0,5	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,7	0,8	0,5	

Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

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

FRANCE (21 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES																
PIB	-1,5	0,1	0,2	0,6	0,2	0,5	0,4	0,3	1,0	0,2	0,5	0,5	-2,6	1,4	2,1	
Consommation privée (57%)	-0,1	0,2	0,2	0,8	0,1	0,1	0,6	0,4	0,6	-0,4	0,3	0,4	0,1	1,3	1,2	
Investissement (21 %)	-3,5	-1,9	-1,3	-0,5	-1,2	1,1	0,9	0,5	1,1	1,1	1,1	0,9	-8,8	-1,4	3,8	
Consommation publique (26 %)	0,6	0,8	0,6	0,6	0,0	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	2,4	1,2	0,9	
Exportations (23 %)	-7,1	-0,6	1,2	0,7	4,7	3,1	2,0	0,3	1,4	1,0	1,4	1,4	-12,2	9,4	5,3	
Importations (25 %)	-6,5	-2,7	-0,3	3,5	1,8	3,4	4,1	-0,7	2,7	1,0	1,3	1,3	-10,6	8,3	6,9	
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	-0,7	-0,1	0,0	0,5	-0,2	0,3	0,6	0,4	0,6	0,0	0,5	0,5	-1,2	0,8	1,7	
Variations de stocks	-0,9	-0,4	-0,1	0,8	-0,4	0,3	0,4	-0,3	0,7	0,2	0,0	0,0	-1,2	0,5	1,0	
Commerce extérieur	0,0	0,6	0,4	-0,8	0,7	-0,1	-0,6	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,6	

■ Prévission

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

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 (28 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES															
PIB	-3,7	0,5	0,8	0,5	0,5	2,1	0,8	0,4	1,5	0,7	0,6	0,6	-4,7	3,5	3,7
Consommation privée (59%)	0,2	0,5	-1,1	-0,2	0,1	0,7	0,3	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,4	1,7
Investissement (18 %)	-8,5	-1,0	0,8	0,1	0,4	5,6	1,5	-0,1	5,0	0,3	1,3	1,1	-10,0	5,7	8,7
Consommation publique (20 %)	0,8	1,0	0,5	0,0	1,5	-0,6	0,8	-0,2	1,3	0,0	0,1	0,2	2,9	1,9	1,5
Exportations (41 %)	-10,1	-1,6	2,8	3,3	4,0	6,8	1,4	1,8	2,3	2,2	2,0	1,8	-14,3	14,4	8,4
Importations (36 %)	-5,5	-4,7	4,3	-1,5	6,7	7,1	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5	-9,4	12,8	6,6
Contributions :															
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,3	0,3	-0,4	-0,1	0,4	1,3	0,6	0,3	1,4	0,2	0,4	0,4	-1,4	1,6	2,8
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	-1,0	1,7	-1,4	0,8	0,6	-0,2	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,6	-0,7
Italie (19 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES															
PIB	-3,0	-0,3	0,4	0,0	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-5,2	1,2	0,8
Consommation privée (60%)	-0,8	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,8	1,0	0,9
Investissement (19 %)	-4,5	-2,4	-0,8	0,8	1,5	1,6	0,6	-0,8	0,1	0,2	0,3	0,3	-12,0	2,3	0,5
Consommation publique (22 %)	0,0	1,1	-0,3	-0,1	-0,6	0,4	-0,3	-0,6	0,5	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-0,6	-0,3
Exportations (24 %)	-11,6	-0,8	2,7	0,5	3,7	2,4	2,8	0,4	1,4	1,0	1,3	1,3	-18,4	8,9	5,6
Importations (24 %)	-8,7	-2,2	1,1	3,2	4,3	0,4	4,5	2,8	0,7	0,6	0,8	1,0	-13,8	10,3	6,3
Contributions :															
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,4	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	-3,4	0,9	0,6
<i>Variations de stocks</i>	-0,8	-0,4	-0,2	0,6	0,5	-0,4	0,4	0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,7	0,5
<i>Commerce extérieur</i>	-0,8	0,4	0,5	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	-0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	-1,2	-0,4	-0,3
Espagne (12 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES															
PIB	-1,6	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	-3,7	-0,1	0,7
Consommation privée (57%)	-1,4	-1,0	-0,4	0,2	0,9	1,5	-1,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-4,3	1,3	0,0
Investissement (24 %)	-5,6	-4,4	-2,8	-2,0	-1,8	-0,3	-2,8	-1,4	-1,4	-0,8	-0,6	-0,6	-16,0	-7,6	-5,0
Consommation publique (21 %)	0,7	0,1	-0,1	-0,6	-0,5	1,1	-0,7	-0,7	1,4	0,1	0,1	0,1	3,2	-0,7	0,9
Exportations (23 %)	-6,6	-0,9	2,8	2,8	4,4	1,4	0,5	3,9	5,0	2,2	2,0	2,0	-11,6	10,3	12,2
Importations (26 %)	-7,4	-3,1	-0,1	1,3	4,0	4,2	-4,3	1,6	3,9	0,7	0,8	0,9	-17,8	5,4	5,1
Contributions :															
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-2,4	-1,8	-1,0	-0,6	-0,1	1,0	-1,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-6,4	-1,3	-0,9
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,7	0,8	0,8	0,3	-0,1	-0,7	1,2	0,5	0,2	0,4	0,3	0,3	2,7	1,0	1,8

■ Prévission

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

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 %			
	2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES																
PIB	-1,2	-0,2	0,4	1,2	0,9	0,4	0,6	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6	-2,6	2,9	2,2	
Consommation privée (71%)	-0,1	-0,4	0,5	0,2	0,5	0,5	0,6	1,0	0,5	0,4	0,5	0,6	-1,2	1,7	2,4	
Investissement (12 %)	-10,4	-2,6	0,2	-0,3	0,8	4,4	0,4	1,7	0,5	2,6	2,0	2,0	-18,3	3,9	6,6	
Consommation publique (21 %)	-0,8	1,5	0,4	-0,4	-0,4	1,0	1,0	-0,4	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	1,6	1,0	-1,7	
Exportations (11 %)	-7,8	-0,3	2,9	5,6	2,7	2,2	1,6	2,1	2,2	3,0	2,0	2,0	-9,5	11,7	9,2	
Importations (14 %)	-10,3	-2,8	5,1	1,2	2,7	7,5	4,0	-3,3	1,8	1,0	2,0	2,0	-13,8	12,6	5,3	
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,8	-0,4	0,4	0,0	0,3	1,1	0,7	0,8	0,2	0,5	0,5	0,6	-3,3	1,9	2,2	
<i>Variations de stocks</i>	-0,3	-0,3	0,3	0,7	0,7	0,2	0,4	-0,9	0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,4	-0,2	
<i>Commerce extérieur</i>	0,8	0,5	-0,5	0,5	-0,1	-0,8	-0,4	0,7	0,0	0,2	-0,1	-0,1	1,3	-0,4	0,2	

Royaume-Uni	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES																
PIB	-2,2	-0,8	-0,3	0,5	0,2	1,1	0,7	-0,5	0,5	0,1	0,3	0,3	-4,9	1,3	1,0	
Consommation privée (63%)	-1,4	-0,7	0,0	1,0	-0,1	0,5	0,0	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-3,3	0,8	-0,7	
Investissement (15 %)	-8,9	-4,4	0,0	-1,5	3,9	0,1	3,6	-1,8	-4,4	0,8	0,8	0,8	-15,4	3,0	-3,1	
Consommation publique (26 %)	-0,3	0,1	-0,2	0,4	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,8	-0,2	-0,1	-0,1	0,9	0,1	0,5	
Exportations (28 %)	-7,1	-1,8	0,9	3,7	-1,0	3,0	1,6	1,7	3,7	2,3	1,3	1,4	-10,1	5,3	9,6	
Importations (30 %)	-7,2	-2,3	1,1	4,1	1,9	2,1	1,9	3,2	-2,3	2,1	1,0	0,7	-11,9	8,5	3,7	
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-2,4	-1,2	0,0	0,5	0,6	0,4	0,3	-0,4	-0,8	0,0	0,1	0,1	-4,5	1,0	-0,7	
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	-1,2	1,4	0,1	
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	0,2	-0,1	-0,2	-0,8	0,2	-0,1	-0,5	1,8	0,0	0,1	0,2	0,9	-1,2	1,6	

Japon	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES																
PIB	-4,8	2,1	-0,5	1,5	2,3	0,0	0,9	-0,7	-0,9	-1,8	1,5	2,5	-6,3	4,0	-1,0	
Consommation privée (59%)	-1,6	1,2	0,0	0,7	1,0	-0,2	0,8	-1,0	-0,6	-2,0	0,5	1,0	-2,0	1,9	-1,9	
Investissement (21 %)	-4,3	-2,5	-2,9	0,7	1,1	0,6	0,4	-0,8	-1,0	5,7	2,6	3,3	-11,6	0,0	5,2	
Consommation publique (20 %)	1,0	1,0	1,1	0,9	-0,4	1,2	0,3	0,4	0,9	0,5	0,5	0,5	3,0	2,2	2,5	
Exportations (13 %)	-25,0	9,8	8,9	6,2	6,7	5,2	1,6	-0,8	0,7	-8,0	4,0	6,0	-24,2	24,1	-0,7	
Importations (12 %)	-15,8	-5,3	5,7	1,0	2,9	4,1	2,9	-0,3	1,9	3,0	1,0	1,0	-15,4	9,8	7,3	
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,7	0,4	-0,4	0,8	0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,3	0,1	1,0	1,5	-3,3	1,5	0,5	
<i>Variations de stocks</i>	-1,8	-0,3	-0,4	0,0	1,0	-0,5	0,4	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,2	-1,4	0,6	-0,3	
<i>Commerce extérieur</i>	-1,2	1,7	0,4	0,7	0,6	0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-1,7	0,4	0,7	-2,0	1,8	-1,2	

Prévision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

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