

# **D**éveloppements internationaux



# Marchés financiers

## Un rebond contrarié

D'ici la fin du premier semestre 2011, les banques centrales des pays avancés devraient maintenir leur taux à des niveaux bas. L'absence de risque inflationniste à court terme, une croissance faible et un chômage élevé expliqueraient la poursuite de cette politique monétaire accommodante. L'annonce du second plan d'assouplissement quantitatif (QE2) aux États-Unis le 3 novembre 2010 a permis aux marchés financiers mondiaux de rebondir. Ce mouvement de reprise des indices boursiers a cependant été contrarié récemment par la défiance des investisseurs vis-à-vis des dettes souveraines des pays les plus fragiles de la zone euro.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,33 dollar, 112 yens et 0,86 livre pour un euro.

### Les politiques monétaires des banques centrales toujours accommodantes

Face à un chômage élevé et à des risques inflationnistes faibles à court terme, les politiques monétaires des pays avancés restent accommodantes. À l'horizon de prévision, les banques centrales des pays avancés maintiendraient leur taux à des niveaux bas. En outre, les États-Unis ont annoncé le 3 novembre 2010 un programme d'achat de 600 milliards de dollars d'obligations d'État américaines. Ce second plan d'assouplissement quantitatif (QE2) cherche à réduire les taux d'intérêt de long terme, afin de soutenir l'investissement des entreprises et des ménages américains (cf. éclairage sur les effets du «quantitative easing»).

Au Japon, la Banque centrale a injecté des liquidités début septembre 2010 pour limiter les effets récessifs de l'appréciation du yen cet été. Les récentes turbulences sur le marché de la dette publique en zone euro, notamment sur les rendements irlandais, portugais et espagnols (cf. infra), pourraient conduire la BCE à retarder la normalisation de sa politique monétaire et, en particulier, à maintenir en l'état les facilités de crédits aux banques.

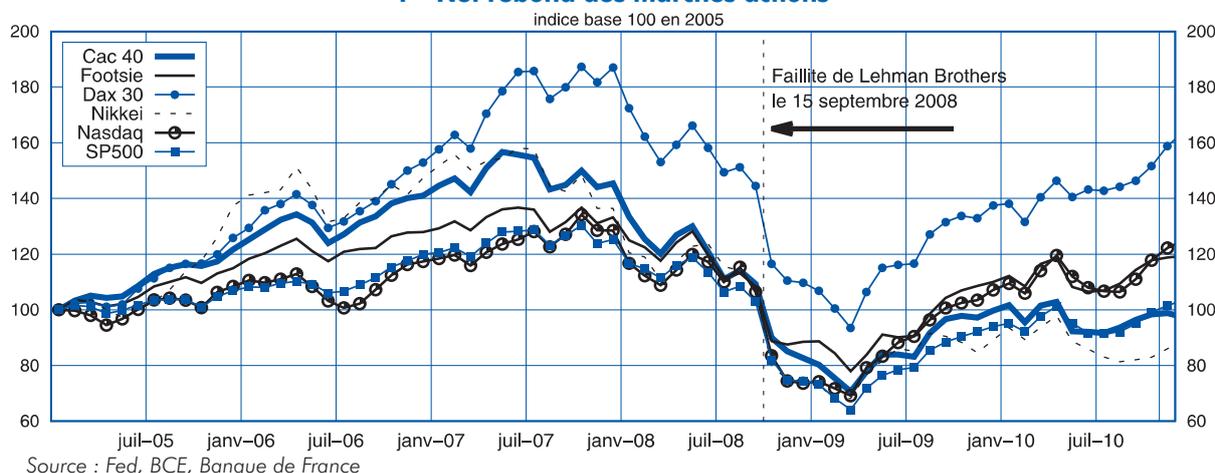
### Nette reprise des marchés actions

Les marchés financiers ont rebondi à partir de fin août, quand la reprise de l'économie mondiale a semblé s'installer. Le rebond s'est amplifié à l'annonce du second plan d'assouplissement quantitatif (QE2) aux États-Unis le 3 novembre 2010 : le DAX 30, le Footsie et le Nasdaq sont alors parvenus à retrouver le niveau qu'ils atteignaient avant la faillite de la banque Lehman Brothers (cf. graphique 1). Ce mouvement de reprise des indices boursiers a cependant été contrarié en novembre par le resserrement monétaire en Chine et par la réapparition des tensions sur les dettes souveraines en zone euro, en particulier en Irlande.

### Les inquiétudes sur les risques souverains européens pèsent sur l'euro

Les inquiétudes quant à la situation des finances publiques de plusieurs pays de la zone euro (notamment la Grèce, l'Irlande, le Portugal) ont conduit à une forte remontée des taux d'intérêt auxquels ces pays se financent sur les marchés (cf. graphique 2). Face à de fortes tensions, l'Irlande a

1 - Net rebond des marchés actions



dû recourir, comme la Grèce en mai dernier, à une aide internationale pour surmonter la crise de son système bancaire. Ce plan d'aide, approuvé en décembre, se monte à 85 milliards d'euros. Il comprend un financement de l'État irlandais lui-même, à partir des réserves du Trésor et des actifs du Fonds de réserve des retraites irlandais. Il devrait se composer également d'un prêt de la Commission européenne, d'une participation de la Facilité Européenne de Stabilité Financière, créée au printemps dernier, ainsi que d'une contribution du FMI. Des prêts bilatéraux devraient également être accordés par le Royaume-Uni et la Suède.

La persistance des tensions sur les dettes souveraines en zone euro a entraîné un mouvement de dépréciation de l'euro face au dollar depuis le mois de novembre 2010 (cf. graphique 3).

### Dans un certain nombre de pays, la crise immobilière n'est pas encore surmontée

Les marchés immobiliers restent en souffrance dans la plupart des pays. Les prix immobiliers continuent de baisser en Irlande et en Espagne notamment. Aux États-Unis, les procédures de saisie immobilière rencontrent des difficultés juridiques. La situation du marché immobilier pèse sur le bilan des banques de ces pays, et continue de faire courir un risque au système financier.

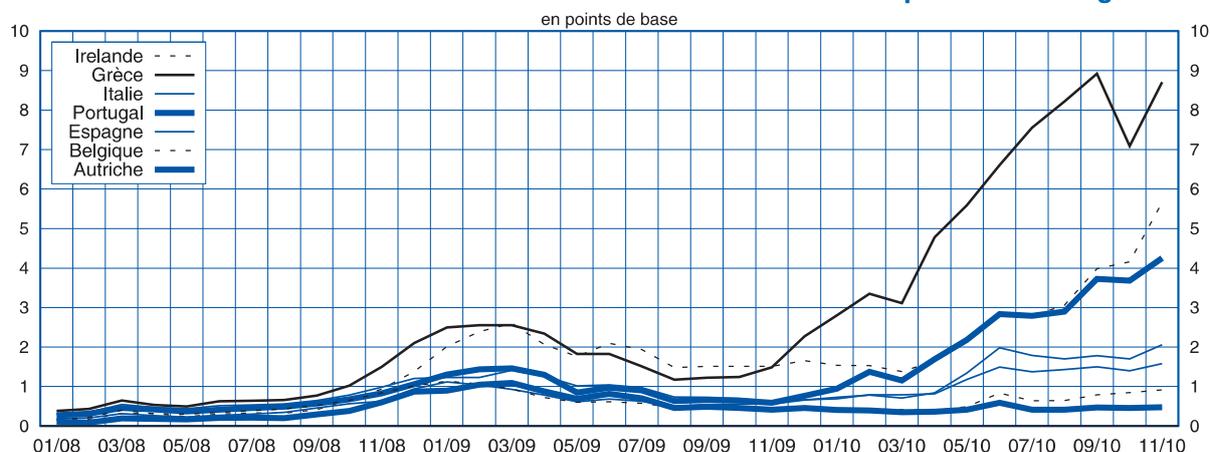
### Aux États-Unis, le mouvement de désendettement se poursuit

Aux États-Unis, le désendettement des agents privés se poursuit malgré l'assouplissement des conditions d'octroi du crédit bancaire. Les taux d'intérêt auxquelles les entreprises américaines se financent n'ont cependant pas autant baissé que celui des obligations d'État, soulignant la difficulté du QE2 à transmettre ses effets au reste de l'économie (cf. éclairage). Ainsi, les encours de crédit au passif des entreprises continuent de baisser. La demande de crédit des ménages aux États-Unis reste également en recul.

### En zone euro, les conditions de financement des agents privés divergent d'un pays à l'autre

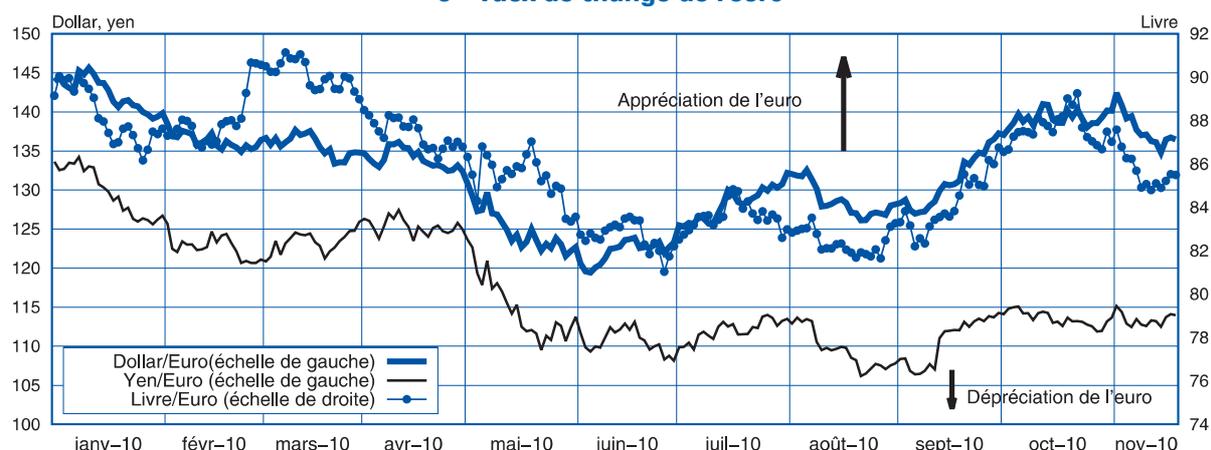
En zone euro, la demande de crédit des entreprises est restée dynamique ; les taux se sont stabilisés ou remontent légèrement, tout en restant à des niveaux faibles. Mais la hausse de la demande de crédits s'accompagne d'un durcissement des conditions de financement des entreprises, excepté en Allemagne, où elles sont globalement neutres, et en France, où elles s'assouplissent. Du côté des ménages, les crédits immobiliers sont fortement repartis à la hausse en France. Globalement en zone euro, la demande de crédit par les ménages se redresse. ■

## 2 - Écart de rendement entre le taux des dettes souveraines en Europe et en Allemagne



Source : DataInsight

## 3 - Taux de change de l'euro



Source : DataInsight

### Éclairage - Quels effets du second assouplissement quantitatif américain ?

Confrontée à la faiblesse de la reprise économique aux États-Unis et aux limites de la politique budgétaire, la Fed a décidé le 4 novembre 2010 de mettre en œuvre un programme d'achat de l'ordre de 600 milliards de dollars d'obligations d'État américaines. Ce second programme d'assouplissement quantitatif («quantitative easing» ou QE2) devrait s'étaler jusqu'au second trimestre 2011. Par cette action, la Fed tente simultanément de lutter contre le niveau élevé du chômage et d'éloigner l'économie américaine d'une situation de déflation par la dette.

#### Les effets attendus de l'assouplissement quantitatif

La politique d'assouplissement quantitatif cherche à réduire les taux d'intérêt de maturité longue, c'est-à-dire ceux qui jouent un rôle directeur pour les crédits aux ménages et aux entreprises. De cette réduction plusieurs effets positifs sont attendus:

- 1) Du fait de la réduction des taux, les ménages et les entreprises se refinanceraient à moindre coût et seraient incités à investir ou consommer, ce qui serait bénéfique pour l'activité.
- 2) La baisse des taux longs se transmettrait aux taux hypothécaires et ainsi favoriserait l'ajustement et la reprise du marché immobilier.
- 3) La réduction de la courbe des taux inciterait les investisseurs à revenir sur des supports plus risqués car plus rémunérateurs comme les actions. Ceci aurait pour effet de soutenir les indices boursiers et de favoriser le financement par fonds propres des entreprises. La situation patrimoniale des ménages américains serait également améliorée et leur consommation soutenue.

4) Par effet d'arbitrage avec les titres de même nature à l'étranger (ce qu'on appelle la "parité non couverte des taux d'intérêt"), la réduction relative de la rémunération de la détention de titres dans une monnaie conduirait à une dépréciation de celle-ci, et à une amélioration de la compétitivité. Symétriquement, elle conduirait à un renchérissement des produits importés, en particulier du pétrole.

#### Pourquoi la Fed doit-elle mener une politique non conventionnelle ?

La politique monétaire conventionnelle transite par la gestion du taux de refinancement principal à court terme (maturités inférieures à 3 mois). En situation normale, la baisse des taux courts produit une réduction de l'ensemble de la structure des taux d'intérêt. Mais dans le contexte actuel, en raison des incertitudes sur le moyen terme, les taux de plus longue maturité n'ont pas suffisamment suivi le mouvement de baisse des taux courts. De surcroît, la réduction du taux de refinancement principal n'est plus guère possible puisque le taux de la Fed est proche de 0 %. Par conséquent, pour peser sur les taux longs, la Fed n'a d'autre solution que d'acheter directement des titres de maturité longue.

#### Une modélisation macroéconomique des effets du QE2

Pour illustrer les effets du QE2 sur les États-Unis et ses conséquences sur la zone euro nous utilisons le modèle macroéconométrique multinational, NIGEM, élaboré par le NIESR (National Institute of Economic and Social Research, au Royaume Uni).

En vertu de l'analyse précédente, les canaux de transmission du QE2 transiteraient essentiellement par la baisse des taux longs et la baisse du dollar. L'impact moyen du QE2 est estimé par la Réserve Fédérale de Saint-Louis comme équivalent

à une réduction de 21 points de base des taux à 10 ans. Sur la base de la parité des taux d'intérêt ceci devrait se traduire par une dépréciation de 2 % du dollar. Ce sont les hypothèses que l'on retient pour simuler les effets du QE2.

Par ailleurs, la baisse des taux longs devrait soutenir le marché immobilier, d'autant que l'investissement logement est également influencé par la réduction des taux longs. L'équation de consommation des ménages américains du modèle NIGEM incorpore donc des effets de richesse immobilière. L'investissement des entreprises sera également soutenu par la baisse des taux.

### Second assouplissement quantitatif aux États-Unis\*

Effets semestriels cumulés	Effet total		Effet taux d'intérêt		Effet change	
	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro
Après 1 semestre	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Après 2 semestres	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,1
Après 3 semestres	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	-0,1

\* sous l'hypothèse d'une transmission mécanique du choc monétaire à l'activité

Selon notre simulation, le QE2 générerait un surcroît d'activité de 0,4 point de PIB aux États-Unis d'ici à la fin 2011 (cf. tableau). La dépréciation du dollar dégraderait la compétitivité en zone euro, ce qui entraînerait une perte de 0,1 point de PIB de la zone euro. Cette perte serait quasiment compensée par la hausse de la demande américaine, liée à la baisse des taux longs. Pour les États-Unis, la dépréciation du dollar améliore la compétitivité, mais influe peu sur la balance commerciale compte tenu d'une élasticité revenu des importations bien supérieure à celle des exportations. Ainsi, une faible variation du change a un impact minime sur la croissance américaine.

### Le QE2 pourra-t-il avoir les effets attendus ?

La simulation présentée fait l'hypothèse d'une transmission mécanique du QE2 à l'activité. En réalité, les effets attendus pourraient être amoindris par plusieurs facteurs :

### - Les difficultés de transmission aux taux d'intérêt privés

Depuis l'annonce du QE2, le spread entre les obligations privées et publiques aux États-Unis s'est élargi, signe d'une transmission imparfaite aux agents privés. On observe néanmoins une baisse des taux hypothécaires à 30 ans. Dans le contexte de désendettement actuel, il semble qu'elle permette surtout de favoriser la stabilisation des prix immobiliers sans reprise franche des transactions ou du crédit.

### - Les liquidités injectées pourraient être mal orientées

La difficulté principale du QE2 est que la banque centrale n'est pas en mesure d'orienter les liquidités qu'elle injecte vers les emplois les plus utiles à la reprise. Les liquidités détenues par les agents privés vont se placer là où la rémunération est jugée la plus intéressante et pourraient, de ce fait, générer des phénomènes de bulle dans certains pays émergents ou sur certains marchés.

### - Le risque inflationniste

Le risque inflationniste relatif à l'assouplissement monétaire paraît peu prononcé à court terme. Les écarts à l'activité potentielle dans la plupart des pays avancés sont encore importants. À moyen terme, si des tensions inflationnistes se manifestent, la Fed devra abandonner les instruments non conventionnels de la politique monétaire. Toutefois, un rythme trop rapide de sortie du QE2 accentuant le risque d'une chute des prix des obligations, la Fed pourrait éprouver des difficultés à abandonner à temps ces instruments non conventionnels.

### - L'environnement financier international peu favorable au QE2

Fin novembre 2010, si l'annonce de la mise en œuvre du QE2 a contribué à la remontée des indices boursiers, on a, en revanche, assisté à un rebond des taux longs américains, ainsi qu'à une appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro due à la remontée des tensions sur les dettes souveraines en zone euro. De fait, les effets attendus du QE2 pourraient être, en partie, contrebalancés par l'évolution du contexte international. ■

# Zone euro

## Fort hétérogénéité en zone euro

Après un net rebond au deuxième trimestre (+1,0 %), puis un ralentissement au troisième trimestre (+0,4 %), la reprise se poursuivrait en zone euro, mais à un rythme modéré : +0,4 % au quatrième trimestre, puis +0,3 % aux deux premiers trimestres 2011.

Avec le ralentissement du commerce mondial, les échanges extérieurs ne contribueraient que faiblement à la croissance sur l'horizon de prévision. La demande intérieure soutiendrait davantage l'activité : l'investissement en biens d'équipement resterait dynamique mais se modérerait, dans le sillage de l'activité. La consommation des ménages resterait soutenue au quatrième trimestre puis ralentirait, à la suite notamment de la mise en œuvre de plans nationaux de consolidation budgétaire, qui freineraient le revenu des ménages dès le premier trimestre 2011.

### La demande interne, moteur principal, mais faible, de la croissance

La reprise de l'activité dans la zone euro a été, depuis mi-2009, largement portée par les exportations. Ce soutien s'essoufferait à l'horizon de la prévision, avec l'affaiblissement de la demande mondiale adressée à la zone euro. La contribution des échanges extérieurs à la croissance serait faible d'ici mi-2011 (cf. graphique 1).

Dans ce contexte, la croissance de la zone euro reposerait sur sa demande interne. Après le rebond du premier semestre 2010, elle s'atténuerait ce-

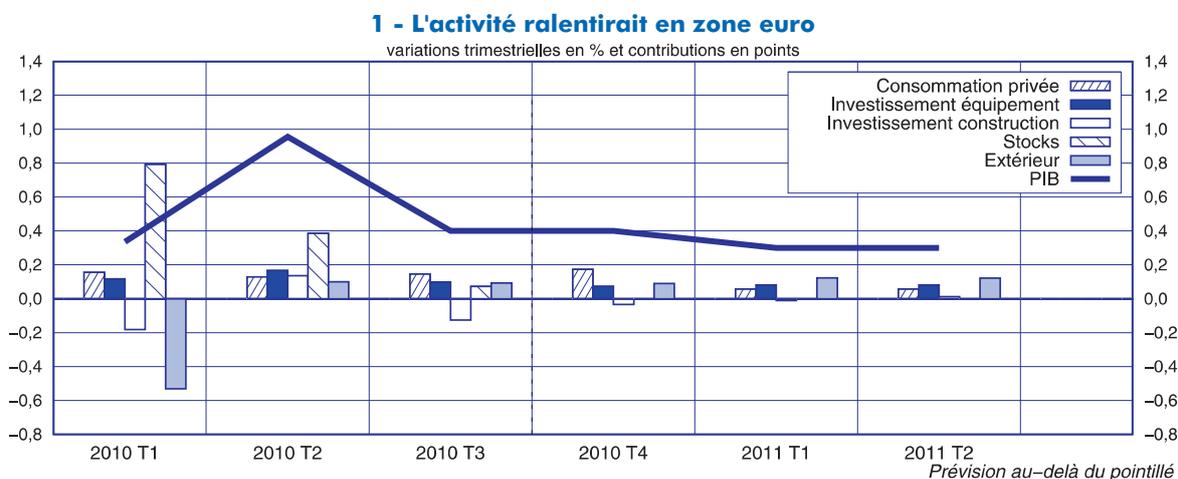
pendant. L'investissement en équipement continuerait de progresser d'ici mi-2011, favorisé par la détente des conditions de financement des entreprises dans certains pays comme l'Allemagne et la France. Il ralentirait toutefois, avec la modération de l'activité. En Italie, il serait en outre pénalisé au quatrième trimestre par la fin des incitations fiscales à l'investissement. Par ailleurs, les marchés immobiliers tendent à se stabiliser en zone euro, mais les situations sont encore très contrastées selon les pays : le secteur de la construction repartirait en Allemagne et en France, mais il serait toujours fortement déprimé en Espagne et en Irlande.

### Les mesures de consolidation budgétaire pèseraient sur la consommation

La situation du marché du travail en zone euro ne s'améliorerait que lentement d'ici mi-2011. Le chômage reste très élevé, et la reprise de l'emploi peine à s'installer : l'emploi ne repartirait que légèrement à la hausse au premier semestre 2011 (+0,1 % par trimestre).

En termes réels, les salaires progresseraient peu. Même si l'Allemagne romprait quelque peu avec les années de modération salariale, le niveau du chômage limiterait en effet partout ailleurs la progression des salaires.

Au premier semestre 2011, les pays de la zone euro doivent mettre en place des plans de consolidation budgétaire. Certaines mesures affecteraient



directement le pouvoir d'achat des ménages : hausse des cotisations sociales en Allemagne, baisse des prestations sociales en Allemagne et en Espagne, hausse des impôts en Espagne, gel des salaires des fonctionnaires en Italie et en Espagne. Le pouvoir d'achat stagnerait donc d'ici mi-2011 dans la zone euro. La consommation serait encore soutenue au quatrième trimestre (+0,3 %), notamment sous l'effet de la prime à la casse en France. Elle croîtrait ensuite sur un rythme très modeste (+0,1 % par trimestre au premier semestre 2011).

Au total, la reprise de la croissance se poursuivrait en zone euro mais à un rythme modéré : +0,4 % au quatrième trimestre, puis +0,3 % aux deux premiers trimestres de 2011. La reprise reste cependant hétérogène entre les pays, comme l'indiquent les indices composites des directeurs d'achat dans l'industrie (cf. graphique 2).

### L'inflation sous-jacente stable à l'horizon de la prévision

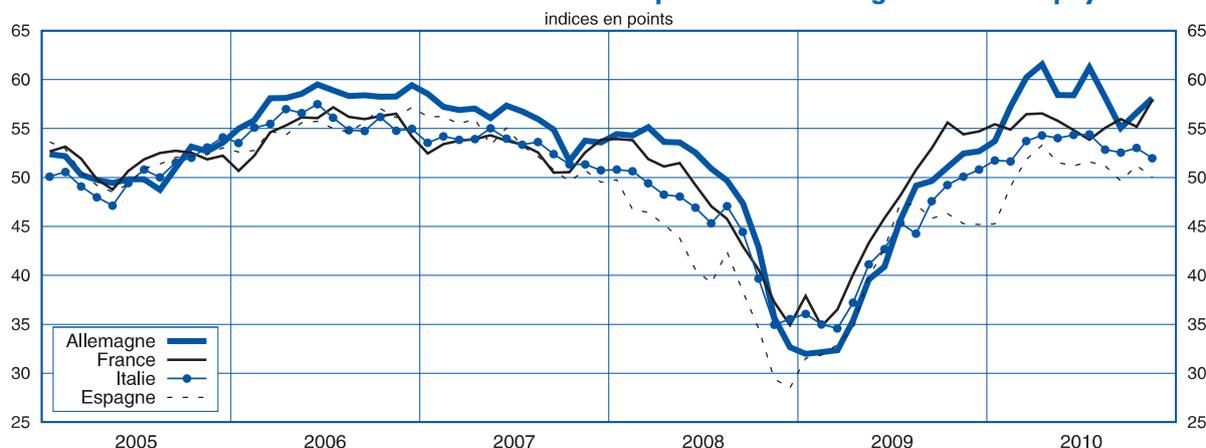
Le glissement annuel des prix s'établit en zone euro à +1,9 % en novembre 2010 et diminuerait à +1,5 % jusqu'au mois de juin 2011. L'inflation « sous-jacente »<sup>(1)</sup> se stabiliserait autour de 1,0 % jusqu'en juin 2011 (cf. graphique 3). La remontée des cours des matières premières se diffuserait progressivement à l'inflation « sous-jacente ». Celle-ci serait cependant freinée par le niveau toujours élevé du chômage. Avec un baril de Brent stable à 85\$ en prévision, le glissement annuel des prix de l'énergie diminuerait. Néanmoins, les prix des produits alimentaires remonteraient sous l'effet des hausses passées des cours des matières premières alimentaires, ce qui freinerait la baisse de l'inflation d'ensemble.

### Tensions sur les dettes souveraines

Ces dernières semaines, le marché des dettes souveraines en Europe s'est de nouveau tendu. En particulier, ceci a conduit l'Irlande à recourir au mécanisme de soutien mis en place au printemps dernier à la suite de la crise grecque. Mais certains pays voient augmenter significativement les taux d'intérêt auxquels ils se financent sur les marchés (cf. fiche « Marchés financiers »). À court terme, les conséquences de cette nouvelle crise seraient faibles sur la croissance globale de la zone euro, mais elles pourraient accroître l'incertitude et les comportements d'attentisme de certains agents économiques. ■

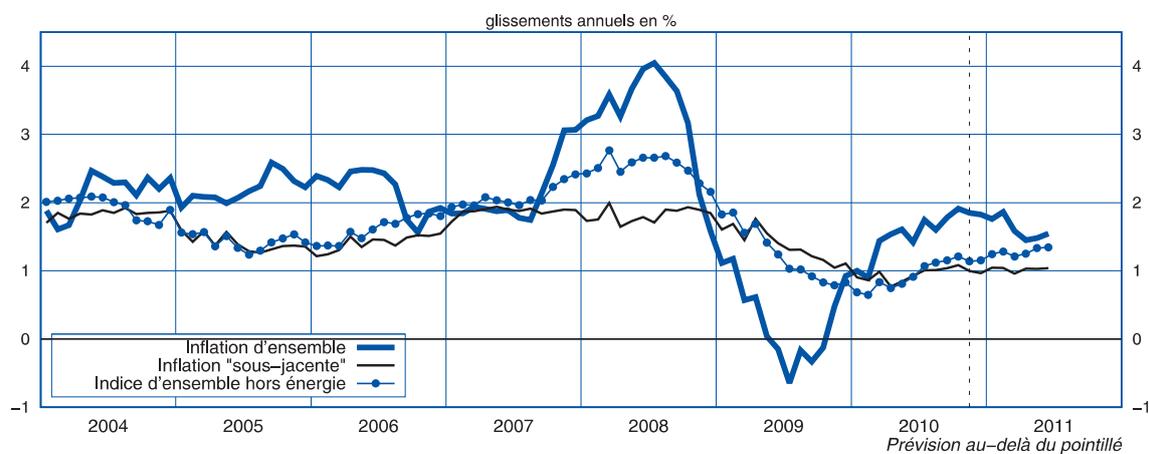
(1) Hors énergie et alimentation. Contrairement au cas français, l'inflation « sous-jacente » de la zone euro calculée par Eurostat n'est pas corrigée de l'impact mécanique des mesures fiscales. Sa hausse récente reflète par exemple pour partie la hausse de la TVA en Espagne.

## 2 - Climat des affaires dans l'industrie\* : la reprise reste hétérogène entre les pays



\* indice composite des directeurs d'achat (Purchasing Manager' Index, PMI)  
Source : Markit

## 3 - Prix à la consommation en zone euro



# Allemagne

## Croissance toujours robuste

Après une forte croissance au deuxième trimestre (+2,3 %), l'activité en Allemagne a ralenti au troisième trimestre 2010 (+0,7 %). Le commerce extérieur et la demande intérieure ont continué de soutenir la croissance. Au quatrième trimestre, l'activité resterait robuste (+0,6 %) : les exportations ralentiraient mais la demande intérieure serait toujours vigoureuse. Au premier semestre 2011, la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaires pèserait sur la demande intérieure et l'activité fléchirait quelque peu (+0,5 % par trimestre).

### Le commerce extérieur et l'investissement ralentiraient

Après une croissance record au deuxième trimestre 2010 (+7,9 %), les exportations ont ralenti au troisième trimestre (+2,3 %). D'ici la mi-2011, ce ralentissement se poursuivrait, en ligne avec la demande mondiale. Les exportations, moteur toujours important de la croissance allemande, entraîneraient dans leur sillage l'investissement en équipement des entreprises. Celui-ci ralentirait jusqu'à l'horizon de prévision, en raison du moindre dynamisme de l'activité et des débouchés à l'exportation.

Dans le secteur de la construction, l'investissement a fortement rebondi au deuxième trimestre 2010, pour rattraper les retards de production occasionnés par un hiver rigoureux. Il s'est ensuite replié au troisième trimestre, par contrecoup. Il se redresserait dès le quatrième trimestre 2010 et progresserait ensuite sur un rythme modéré.

### Un partage des revenus plus favorable aux salariés en 2011...

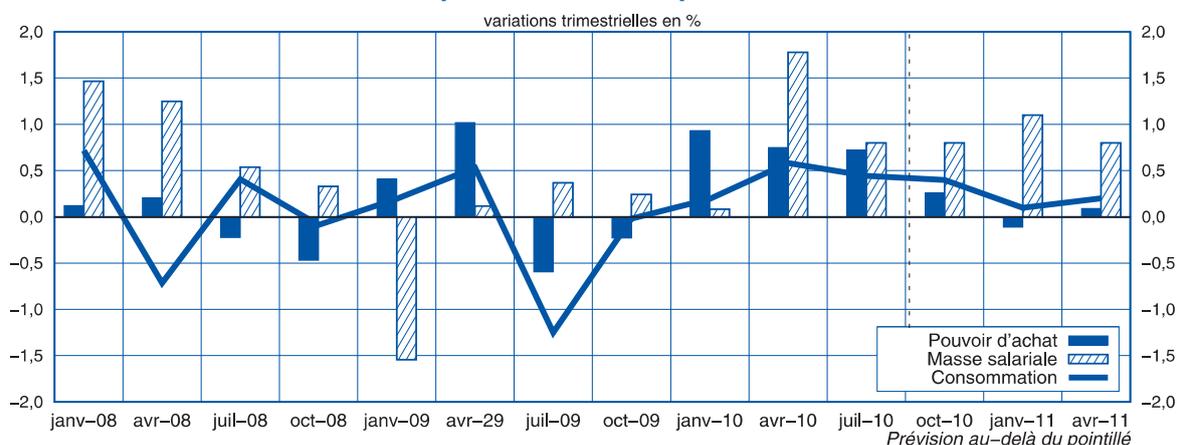
Malgré la contraction sévère de l'activité en 2009, l'emploi a peu baissé en Allemagne, les entreprises ayant eu massivement recours au dispositif de chômage partiel. En contrepartie du maintien de l'emploi, les salariés ont accepté une forte modération salariale (cf. graphique).

Avec la reprise de l'activité, le partage des revenus serait plus favorable aux salariés. L'emploi continuerait de progresser, d'autant que le retour à temps plein des salariés au chômage partiel s'achèverait fin 2010. Parallèlement, les négociations salariales déjà conclues suggèrent que les salaires seraient dynamiques au premier semestre 2011, rompant ainsi quelque peu avec les années de modération salariale. Le dynamisme des revenus salariaux alimenterait le pouvoir d'achat des ménages.

### ... mais l'assainissement des comptes publics pèse sur le pouvoir d'achat au premier semestre 2011

Jusqu'à la fin de l'année 2010, les ménages bénéficieraient encore des allègements fiscaux prévus dans le cadre des plans de relance. Toutefois, début 2011, des mesures de redressement des comptes publics entreraient en vigueur : hausse de cotisations sociales, baisse de prestations sociales. Le pouvoir d'achat des ménages ralentirait donc fortement. Dans ce contexte, la consommation des ménages resterait relativement soutenue au quatrième trimestre (+0,4 %), puis elle fléchirait au premier semestre 2011 (+0,1 % puis +0,2 % respectivement aux premier et deuxième trimestres). ■

### Fléchissement du pouvoir d'achat au premier semestre 2011



Source : Destatis et calculs Insee

# Italie

## À petits pas

Après un rebond au deuxième trimestre 2010, l'activité italienne ralentirait à la fin de l'année (+0,2 % au troisième trimestre comme au quatrième trimestre). Elle resterait sur un rythme modeste au premier semestre 2011 (+0,3 % par trimestre).

Les exportations soutiendraient, quoique modérément, l'activité (cf. graphique). En revanche, l'investissement productif ralentirait nettement, avec la fin des incitations fiscales du plan de relance. La consommation des ménages resterait atone, pénalisée par un pouvoir d'achat en recul, du fait notamment de la faiblesse de l'emploi et du gel des salaires des fonctionnaires prévu dans le plan de consolidation budgétaire.

### Une consommation des ménages atone

Depuis le début de la crise, la consommation donne des signes de faiblesse, pénalisée par le recul du pouvoir d'achat des ménages italiens. Les perspectives restent moroses : l'indice de confiance des consommateurs s'est replié en novembre 2010 pour le quatrième mois consécutif. Le taux de chômage est à nouveau reparti à la hausse, il atteint 8,6 % en octobre 2010.

En effet, l'emploi salarié tarde à repartir : les entreprises ont eu massivement recours au chômage partiel depuis 2008, et le retour à temps plein des salariés au chômage technique freine actuellement l'embauche de nouveaux salariés. Ce processus se poursuivrait à l'horizon du premier semestre 2011, et l'emploi ne redémarrerait que faiblement (+0,1 % par trimestre). Cette situation peu favorable sur le marché du travail, combinée au gel des salaires des fonctionnaires prévu dans le

plan de consolidation budgétaire, pèserait sur les salaires réels, qui reculeraient à l'horizon de la prévision.

Le pouvoir d'achat des ménages resterait atone au second semestre 2010, puis baisserait légèrement au début de l'année 2011. La consommation des ménages continuerait de stagner à l'horizon de la prévision.

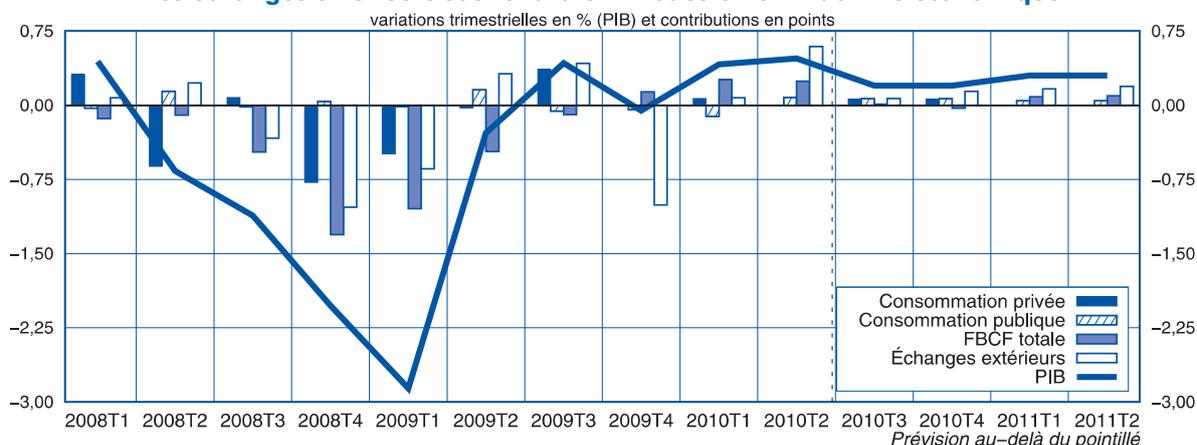
### Ralentissement des investissements des entreprises

Au premier semestre 2010, l'investissement a été stimulé par l'amélioration des perspectives d'activité et le rebond des exportations, ainsi que par les incitations fiscales à l'investissement en équipements mises en place dans le cadre du plan de relance de 2009 (loi Tremonti Ter). Avec la fin des incitations fiscales en juin 2010, l'investissement en équipements ralentirait nettement au second semestre 2010. Il continuerait de croître à ce rythme modéré au premier semestre 2011, en ligne avec des perspectives de commandes peu dynamiques dans l'industrie. De son côté, le repli de l'investissement en construction s'atténuerait au début de l'année 2011.

### Les échanges extérieurs soutiendraient modestement l'activité économique

Au premier semestre 2010, les échanges extérieurs ont fortement soutenu l'activité. Le soutien de l'étranger serait plus modeste d'ici la mi-2011, en raison du ralentissement des échanges internationaux et de l'appréciation de l'euro, qui pénaliserait des entreprises italiennes structurellement peu compétitives. ■

### Les échanges extérieurs soutiendraient modestement l'activité économique



# Espagne

## La reprise en panne

Sortie de récession au premier semestre 2010, l'économie espagnole a stagné au troisième trimestre. La reprise serait compromise à l'horizon de la prévision : le PIB reculerait au quatrième trimestre (-0,1 %) puis stagnerait au premier semestre 2011. Le plan de consolidation budgétaire et un chômage toujours très élevé pèseraient sur la consommation des ménages. L'investissement des entreprises resterait pénalisé par des conditions financières et des perspectives de débouchés défavorables. Enfin, la dégradation du marché immobilier et la réduction des dépenses d'investissement public continueraient de peser sur le secteur de la construction. D'ici la mi-2011, seules les exportations soutiendraient quelque peu la croissance mais seraient peu dynamiques, dans le sillage du commerce mondial.

### La consommation des ménages serait fragilisée, dans un contexte de consolidation budgétaire

La consommation, qui avait rebondi au premier semestre 2010, reculerait fortement au second semestre et stagnerait ensuite.

Le marché du travail espagnol reste en effet déprimé : le taux de chômage s'établit à plus de 20 % depuis juin. Le repli de l'emploi se poursuivrait dans les prochains mois, et le taux de chômage se maintiendrait à un niveau élevé d'ici la mi-2011.

Le revenu nominal des ménages serait en outre rogné par les mesures de consolidation budgétaire entrées en vigueur à partir du milieu de l'année 2010 : baisse des salaires des fonctionnaires, gel

des pensions en 2011. De plus, la hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> juillet 2010 amputerait leur pouvoir d'achat. Elle pèserait aussi directement sur la consommation, via un effet de contrecoup : les ménages auraient ainsi anticipé au premier semestre leurs achats, avant la hausse de la TVA, et devraient les réduire au second semestre. Cet effet est déjà perceptible dans le fort repli de la consommation des ménages au troisième trimestre (-1,1 %) et se poursuivrait au quatrième (-0,7 %).

### L'investissement toujours en repli

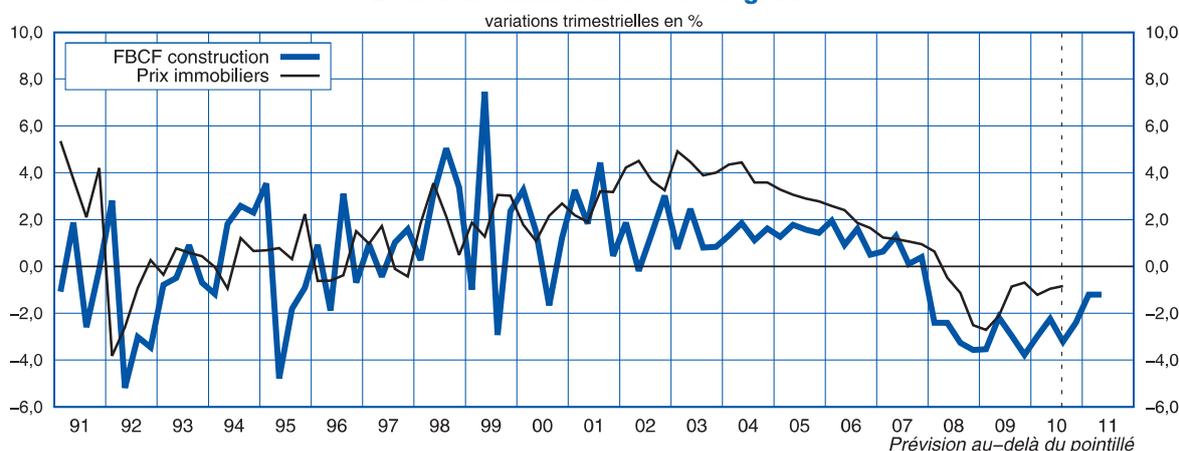
Les investissements des entreprises seraient pénalisés par le resserrement des conditions d'octroi de crédit et par le ralentissement de l'activité. En outre, les capacités de production restent sous-utilisées. Au total, l'investissement en équipements continuerait de reculer d'ici le premier semestre 2011.

Enfin, la poursuite de la dégradation du marché immobilier (cf. graphique) et la réduction des investissements publics continueraient de peser fortement sur le secteur de la construction.

### Recul des importations dans le sillage de la demande intérieure

Le recul de la demande intérieure entraînerait celui des importations, alors que les exportations n'apportent qu'un soutien modéré à l'activité depuis le deuxième trimestre 2010. Au total, la contribution des échanges extérieurs à la croissance resterait légèrement positive et compenserait celle, négative, de la demande interne. ■

### Le marché immobilier reste dégradé



## Éclairage - Effets de la hausse de TVA sur la consommation en Espagne

### Depuis juillet, la diffusion de la hausse de TVA aux prix a été faible

En Espagne, depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2010, le taux principal de la TVA a augmenté de 16 % à 18 %, et le taux réduit de 7 % à 8 %. La mesure devrait rapporter à l'État 5,15 milliards d'euros en année pleine, soit 0,5 point de PIB. Elle concerne environ 80 % des produits de consommation. Le taux super réduit qui s'applique à 4 %, principalement aux produits alimentaires, aux livres et aux médicaments, ne bouge pas. L'impact mécanique théorique de la hausse de la TVA sur le niveau général des prix, calculé en répercutant intégralement cette hausse sur l'ensemble des postes de consommation concernés, est estimé à 1,1 %.

Toutefois, l'effet de la hausse de TVA est en général moins élevé à court terme que l'effet théorique : certains entrepreneurs peuvent de ne pas répercuter immédiatement et intégralement la hausse de la TVA sur leurs prix, en réduisant leurs marges. Symétriquement, certaines entreprises peuvent avoir anticipé la hausse de la TVA et avoir augmenté leurs prix avant son entrée en vigueur. Au total, l'impact sur les prix d'une telle mesure dépend de nombreux facteurs économiques comme le degré de concurrence sur le marché, la structure des coûts, l'élasticité de la demande des consommateurs aux produits ou encore les contraintes de calendrier.

Afin de mesurer la diffusion de la hausse de TVA aux prix, on simule pour les douze grands postes de l'indice des prix l'évolution des prix hors effet TVA entre juillet et octobre, à partir de modèles économétriques ou de l'évolution moyenne passée des prix. L'écart entre les glissements annuels des prix hors effet TVA ainsi simulés et ceux observés est imputé à la hausse de TVA. En rapportant cet écart à l'impact mécanique attendu pour chaque poste, on obtient finalement une estimation de

la diffusion de la hausse de TVA <sup>(1)</sup> (cf. tableau 1). À l'issue du mois d'octobre, la diffusion de la hausse de la TVA aux prix est ainsi estimée à 54 % : la hausse de la TVA aurait contribué à une hausse de 0,6 point du glissement annuel des prix à la consommation (cf. graphique 1) <sup>(2)</sup>. La hausse induite du glissement annuel des prix à la consommation en zone euro serait de 0,1 point.

Dans un contexte de repli de la demande des ménages, les entrepreneurs auraient donc comprimé leurs marges pour limiter la hausse de leurs prix. Notamment, dans le secteur touristique et de la restauration, les entrepreneurs ne semblent pas avoir répercuté très rapidement la hausse de TVA et la diffusion aux prix dans les hôtels, cafés et restaurants serait de l'ordre de 15 % fin octobre.

### La hausse de TVA pèserait sur une consommation déjà affaiblie par les mesures de consolidation budgétaire

La hausse des prix induite par la TVA pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. Habituellement, le surcroît d'inflation se transmet aux salaires, via les mécanismes d'indexation qui protègent le pouvoir d'achat des salariés. Or dans le cas de l'Espagne, ce mécanisme serait limité, car les entreprises en difficulté ont la possibilité de ne pas appliquer les clauses d'indexation habituelles dans les négociations salariales <sup>(3)</sup>. À court terme, l'effet de la mesure serait donc relativement fort sur le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. Par ailleurs, à court terme, cet effet pourrait se doubler d'effets

(1) Des ajustements ont été effectués pour certains postes, afin de neutraliser des diffusions inférieures à 0 % ou supérieures à 100 %.

(2) La Banque d'Espagne de son côté a estimé la diffusion de la hausse de TVA entre 37 % et 52 % à l'issue du mois de septembre.

(3) Suite à la loi 35/2010 du 17 septembre 2010 sur les mesures structurelles urgentes.

Tableau 1

#### Diffusion mensuelle de la hausse de TVA aux prix de juillet à octobre

	Poids en 2010	Impact théorique total (en points)	Diffusion observée de la hausse de la TVA aux prix (en pourcentage de l'impact théorique total)			
			juil-2010	août-2010	sept-2010	oct-2010
<b>Ensemble IPCH</b>	<b>1000</b>	<b>1,1</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>54</b>
Produits alimentaires (1)	185	0,1	27	100	100	100
Boissons alcoolisées, tabac	28	2,0	25	23	24	26
Articles d'habillement	88	2,0	0	0	10	48
Logement	113	1,4	63	69	72	78
Équipement ménager	69	2,0	15	19	22	25
Santé (2)	32	0,7	14	28	41	42
Transports	139	1,7	56	69	78	81
Communications	38	2,0	26	27	27	27
Loisirs et culture (3)	79	1,3	23	28	34	41
Enseignement	14	2,0	0	0	15	50
Hôtels, cafés et restaurants	145	1,0	5	14	14	15
Autres biens et services	70	1,0	14	30	19	29

■ Préviation

(1) : boissons non alcoolisées uniquement

(2) : hors produits pharmaceutiques

(3) : hors livres et revues

Source : Eurostat, estimations Insee

d'anticipation, qui modifie le profil de la consommation. Les ménages ont anticipé une partie de leurs achats avant l'entrée en vigueur du nouveau taux, ce qui a augmenté la consommation, avant de la déprimer ensuite par contrecoup.

L'évolution de la consommation des ménages peut être décrite dans un modèle économétrique qui prend en compte : le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB), l'inflation, le taux de chômage et les taux d'intérêt réels (cf. équation en annexe). Estimée sur le passé avant la hausse de la TVA, cette équation fournit un scénario de référence décrivant l'évolution de la consommation en l'absence de hausse. À ce scénario de référence peuvent ensuite être appliqués les effets décrits ci-dessus. On obtient ainsi une prévision de l'évolution de la consommation tenant compte de l'impact de la hausse de la TVA.

Au deuxième trimestre 2010, la consommation des ménages a augmenté plus fortement que prévu par le modèle (+1,5 % observé contre +0,4 % prévu, cf. tableau 2). La prime à la casse a peu d'effet sur la consommation au deuxième trimestre : même si elle a pris fin en juin 2010, les immatriculations de véhicules neufs se sont légèrement repliées au deuxième trimestre (-1,7 %). L'écart de 1,1 point entre l'estimation obtenue avec le modèle et la variation observée peut donc être imputé aux achats effectués par les ménages en anticipation de la hausse future de TVA.

Aux troisième et quatrième trimestres, le contrecoup de la hausse de la TVA pèserait sur la consommation des ménages espagnols, à hauteur de -0,6 point par trimestre.

Via les effets de diffusion sur l'inflation, la hausse de la TVA aurait un impact légèrement négatif jusqu'à la fin du premier semestre 2011 : -0,1 point par trimestre.

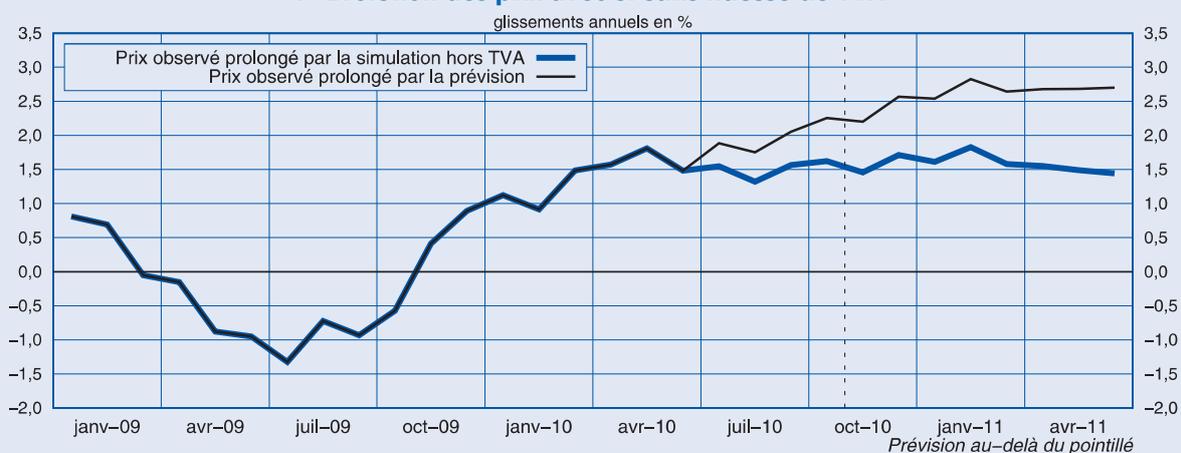
Au troisième trimestre viendrait s'ajouter l'effondrement des immatriculations des véhicules neufs (-35,2 %), qui contribuerait pour 0,6 point au recul de la consommation du troisième trimestre.

Enfin, les ménages sont confrontés à un niveau de chômage toujours élevé, et le pouvoir d'achat est affaibli par diverses mesures de consolidation budgétaire <sup>(4)</sup>.

Au total, la consommation resterait en repli : -0,7 % au quatrième trimestre 2010, puis -0,1 % au premier et deuxième trimestres 2011 (cf. graphique 2). ■

(4) Baisse puis gel du salaire des fonctionnaires, suppression du «chèque bébé» de 2500 euros par naissance, gel de la revalorisation des retraites sauf pour les pensions les plus faibles, suppression du système transitoire de retraite partielle, suppression de la rétroactivité des aides aux personnes dépendantes.

### 1- Évolution des prix avec et sans hausse de TVA



Source : Eurostat, calculs Insee

Tableau 2

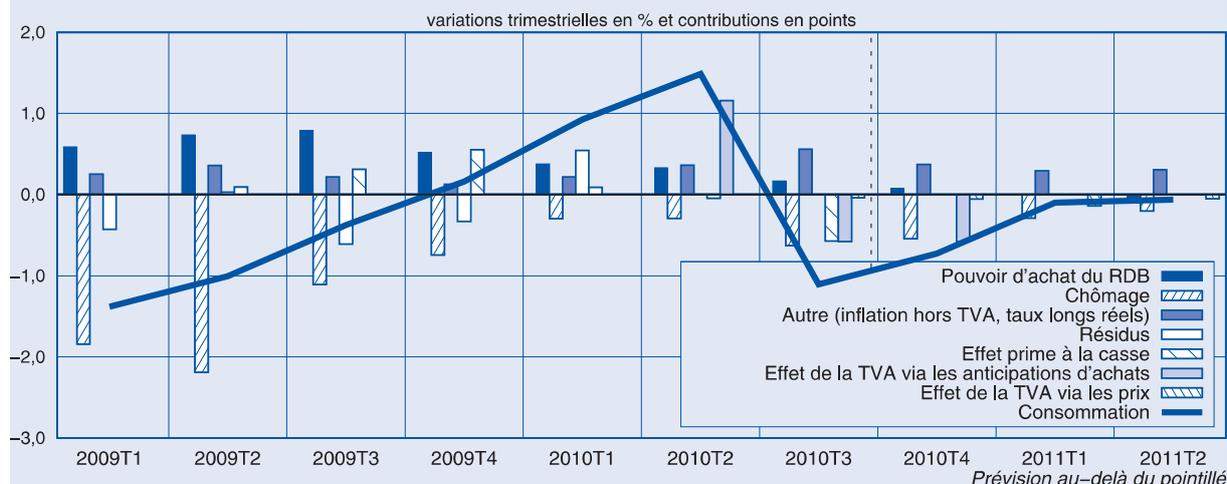
### Prévisions de consommation

Variations trimestrielles en % et effets en points

	2010 T2	2010 T3	2010 T4	2011 T1	2011 T2
Variations trimestrielles simulée hors effets TVA et prime à la casse	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0
Effet prime à la casse	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Effet de la TVA via les anticipations d'achats	1,2	-0,6	-0,6	0,0	0,0
Effet de la TVA via les prix	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Variations trimestrielles avec effets TVA et prime à la casse</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

■ Prévission  
Source : Ine, calculs et prévisions Insee

## 2- Contributions à la croissance de la consommation



Note de lecture : au troisième trimestre 2010, la consommation a baissé de 1,1 % : le pouvoir d'achat du RDB y a contribué pour +0,2 point, le chômage pour -0,6 point, la fin de la prime à la casse pour -0,6 point, le contrecoup des anticipations d'achats pour -0,6 point et le reste de +0,6 point

### Annexe technique

#### Modèle

Période d'estimation : 1994T1 à 2009T2 ; R2 = 0,76

$$\Delta C\_VOL_t = 0,0090_{(10,6)} - 0,2017_{(-2,3)} \times \Delta\_PRIX\_hTVA_{t-3} - 0,0024_{(-4,6)} \times \Delta R10AR_{t-3} - 0,0075_{(-9,5)} \times \Delta CHOMAGE_{t-1} - 0,0083_{(-2,5)} \times dum08T2 - 0,0157_{(-4,6)} \times dum08T3 - 0,0151_{(-4,2)} \times dum08T4 - 0,1040_{(-2,9)} \times [\log(C_{t-1}) - \log(RDBR_{t-1})] + 0,0090 \times CHOMAGE - 4,5767$$

C\_VOL : consommation des ménages en volume

RDBR : pouvoir d'achat du RDB

C\_PRIX\_hTVA : déflateur de consommation hors effet TVA

CHOMAGE : taux de chômage en %

R10AR : taux d'intérêts à 10 ans réels en %

### Bibliographie

**Banque d'Espagne** (2010), Informe trimestral de la economía española, octobre

**Insee** (2009), « La baisse de TVA au Royaume-Uni : un soutien seulement modéré à la consommation des ménages », encadré de la Note de conjoncture de mars

**Insee** (2007), « Les effets de la hausse de TVA sur la consommation des ménages en Allemagne », encadré de la Note de mars

# États-Unis

## Avec le soutien des politiques économiques

Au troisième trimestre 2010, l'économie américaine a crû de +0,6 % après +0,4 % au deuxième trimestre. La demande est restée globalement dynamique.

Au quatrième trimestre, l'activité des États-Unis progresserait de 0,6 % : la hausse de la demande des ménages et des entreprises serait accompagnée d'un rebond des exportations, favorisé par la dépréciation récente du dollar.

Au premier semestre 2011, la croissance progresserait (+0,5 % au premier puis +0,4 % au deuxième trimestre). Avec l'expiration de certaines des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages, la consommation ralentirait quelque peu. Toutefois, la plupart de ces mesures seraient reconduites, et elle ne ralentirait que modérément.

### Des politiques économiques qui continuent de soutenir l'activité...

Depuis septembre 2010, les responsables de la politique économique américaine se sont prononcés en faveur d'un soutien de la demande, face au niveau élevé du chômage et à un marché immobilier toujours convalescent. D'une part, la Réserve fédérale a lancé une nouvelle vague d'achats d'actifs, afin de réduire les taux d'intérêt de long terme pour consolider la situation financière des ménages et des entreprises (« QE2 », cf. éclairage). D'autre part, depuis les élections de mi-mandat, un consensus se fait jour entre parlementaires pour reconduire la plupart des mesures de soutien au revenu des ménages, comme les baisses d'impôts adoptées par l'administration Bush, certains cré-

aits d'impôts du plan Obama, ainsi que les allocations chômage. Toutefois, le soutien au revenu des ménages baisserait quelque peu.

### ...mais une consommation des ménages américains en ralentissement

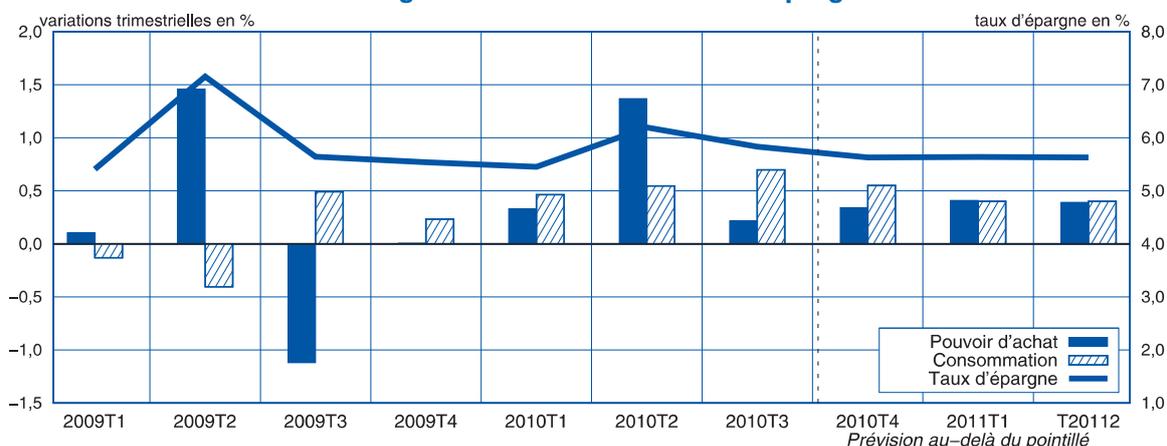
Au quatrième trimestre 2010, la consommation resterait dynamique, comme l'indique le rebond des ventes au détail au mois d'octobre. Au premier semestre 2011, la faiblesse des gains de pouvoir d'achat des ménages pèserait sur leur consommation. Les revenus salariaux des ménages américains resteraient certes soutenus par la croissance de l'emploi. La hausse des salaires serait toutefois freinée par le niveau élevé du chômage, qui pèse sur le pouvoir de négociation des salariés. En outre, la hausse des impôts et la baisse des prestations sociales pèseraient quelque peu sur leur revenu disponible début 2011.

Le taux d'épargne se stabiliserait, les ménages continuant de se désendetter (cf. graphique).

### Les entreprises américaines continueraient d'accroître leurs investissements

L'investissement des entreprises resterait dynamique, comme le laisse attendre la hausse des commandes de machine en septembre. En effet, la croissance des débouchés resterait soutenue, grâce au dynamisme des exportations américaines, en lien avec la dépréciation du dollar. Elle fléchirait toutefois un peu, en raison du ralentissement de la consommation, ce qui entraînerait un ralentissement, modéré, de l'investissement. ■

### Les ménages stabiliseraient leur taux d'épargne



Source : Bureau of Economic Analysis, prévisions Insee

# Royaume-Uni

## Demande intérieure en berne

Au quatrième trimestre 2010, l'activité resterait dynamique au Royaume-Uni (+0,7 % après +0,8 % au troisième trimestre). En revanche, au premier semestre 2011, la demande ralentirait fortement sous l'effet des mesures de consolidation budgétaire : la consommation des ménages reculerait, et malgré la contribution positive de l'investissement et du commerce extérieur, l'activité stagnerait.

### Redressement des comptes publics : baisse des dépenses publiques et des prestations et hausse des impôts

L'année fiscale 2010-2011 a vu l'entrée en vigueur d'un plan de consolidation budgétaire, comprenant un ensemble de mesures pour environ 0,6 point de PIB. En 2011-2012, le gouvernement britannique annonce un effort supplémentaire de 2,0 points de PIB. Le redressement des comptes publics reposerait à 40 % sur des mesures de recettes, principalement via une hausse de TVA, et à 60 % sur la réduction des dépenses publiques et la baisse des prestations sociales.

### Le relèvement du taux de TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2011 pèserait sur la consommation des ménages début 2011

Le pouvoir d'achat des ménages progresserait au second semestre 2010 : soutenu par les revenus d'activité, il serait cependant rogné par une inflation toujours élevée. Au premier semestre 2011, il fléchirait à nouveau (-0,1 % par trimestre).

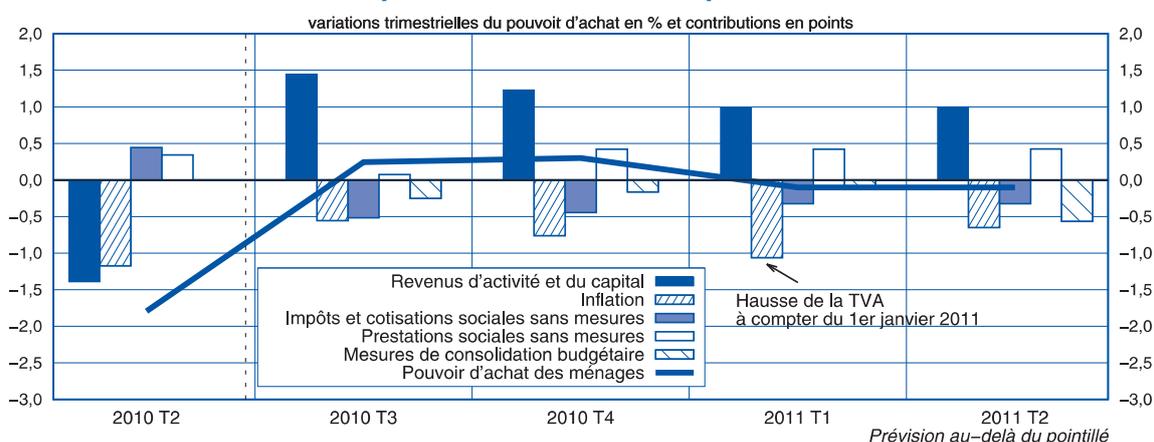
En effet, l'emploi stagnerait, dans le sillage du ralentissement de l'activité. En outre, le relèvement de la TVA (de 17,5 % à 20 % au 1<sup>er</sup> janvier 2011) provoquerait un regain d'inflation début 2011. Enfin, la hausse des cotisations sociales entrerait en vigueur au deuxième trimestre 2011 (début de l'année fiscale), et les baisses des prestations sociales se poursuivraient.

Au quatrième trimestre 2010, la consommation des ménages accélérerait légèrement (+0,5 % après +0,3 % au troisième trimestre), car les ménages anticiperaient leurs achats avant le relèvement du taux de TVA. Au premier trimestre 2011, les ménages réduiraient leur consommation (-0,3 %), en ligne avec la baisse de leur pouvoir d'achat et en contrecoup des achats anticipés au quatrième trimestre 2010. Le recul de la consommation se prolongerait au deuxième trimestre 2011 (-0,2 %), face aux nouvelles mesures de consolidation budgétaire.

### Investissement et échanges extérieurs, seuls soutiens de l'activité

La dépréciation de la livre entre mi-2007 et fin 2008 continuerait de soutenir les exportations britanniques, principalement pour les biens. Celles-ci ralentiraient moins fortement que les importations, de sorte que le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance, au second semestre 2010 comme au premier semestre 2011. Soutenu par le relatif dynamisme des exportations et l'amélioration des conditions d'accès au crédit, l'investissement continuerait de croître modérément sur la période. ■

### Le pouvoir d'achat et ses composantes



Source : ONS et calculs Insee

# Japon

## Perte de vitesse

Au quatrième trimestre 2010, le PIB japonais se replierait (-0,5 % après +0,9 % au troisième trimestre). La consommation automobile chuterait, à la suite de l'arrêt de la prime à la casse. Parallèlement, les exportations s'essoufferaient, en raison du ralentissement de l'activité en Asie et de l'appréciation du yen. Ainsi le PIB japonais ne renouvellerait avec la croissance qu'au premier semestre 2011. Une hausse des dépenses publiques de 44,5 milliards d'euros (de l'ordre de 1 % du PIB), votée mi-novembre, viendrait soutenir l'activité. La demande des ménages repartirait alors légèrement à la hausse, et les exportations augmenteraient modérément, les effets de l'appréciation du yen s'atténuant.

### Repli de la consommation au quatrième trimestre 2010

Les revenus des ménages seraient en baisse : dans le sillage du recul de l'activité au quatrième trimestre 2010, le repli de l'emploi se poursuivrait jusqu'à la mi-2011. Les salaires réels stagneraient, dans un contexte toujours déflationniste, renforcé par la contraction de la demande.

Au troisième trimestre 2010, la consommation des ménages a rebondi (+1,1 %), dopée par la croissance des revenus salariaux et la prime à la casse dans l'automobile. L'expiration de ce dispositif début septembre entraînerait un contre-coup sur les achats d'automobiles au quatrième trimestre (cf. graphique) et la consommation des ménages se contracterait.

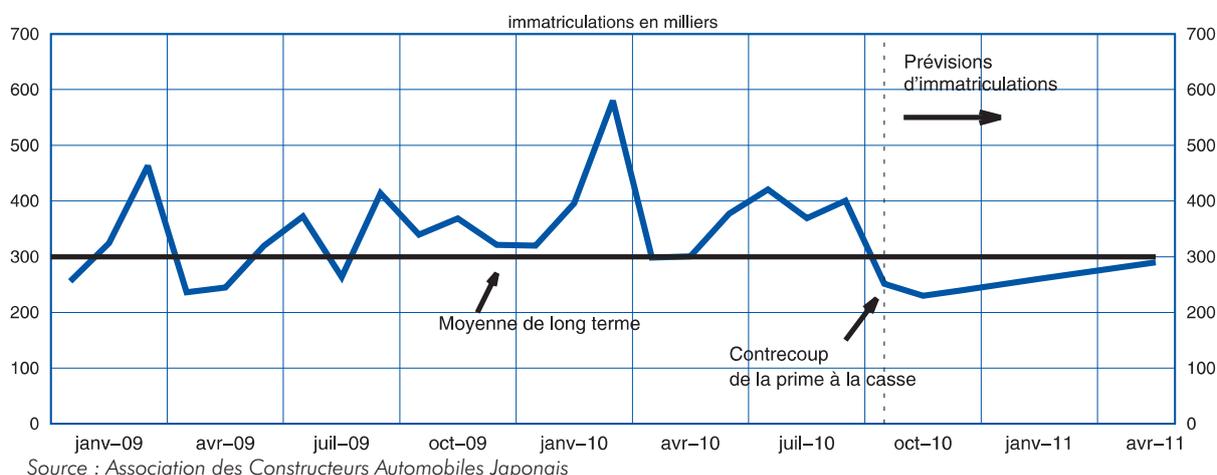
### Ralentissement des exportations

Au troisième trimestre, les exportations ont nettement ralenti (+2,4 % après +5,6 % au deuxième trimestre). D'ici la fin de l'année, le fléchissement de la demande étrangère adressée au Japon, en provenance notamment des pays émergents d'Asie, se poursuivrait. En outre, l'appréciation du yen pèserait sur les exportations japonaises. Les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises signalent ainsi une forte détérioration des perspectives d'exportations. Au total, celles-ci stagneraient au quatrième trimestre. Elles accéléreraient légèrement au premier semestre 2011, car les effets retardés de l'appréciation du yen commenceraient à se dissiper, et l'environnement économique redeviendrait un peu plus porteur en Asie.

### Face au repli des débouchés, les entreprises réduiraient leur activité

À l'horizon de la prévision, l'investissement des entreprises se replierait : les dernières données de livraisons et de commandes de machines laissent attendre une forte baisse de l'investissement au quatrième trimestre (-2,0 %). Les perspectives de débouchés, tant domestiques qu'à l'exportation, se sont en effet récemment dégradées. En outre, la baisse des profits réduirait les marges d'autofinancement des entreprises. Le repli de l'investissement se modérerait au premier trimestre 2011 (-1,0 %), puis l'investissement se stabiliserait au deuxième trimestre. ■

### Contre-coup de la prime à la casse au Japon



# Chine et Asie émergente

## L'Asie émergente cherche le bon rythme

Au troisième trimestre 2010, l'activité a ralenti en Chine et dans les principaux pays de l'Asie émergente, sous l'effet du durcissement des politiques économiques nationales et du ralentissement de la demande des économies avancées. Ces facteurs de ralentissement persisteraient au quatrième trimestre. Néanmoins, grâce à la dépréciation du yuan depuis l'été, la Chine verrait sa croissance soutenue par les exportations au détriment de ses concurrents asiatiques. L'activité chinoise ralentirait ensuite début 2011, avec le durcissement de la politique monétaire dû aux craintes de la montée des tensions inflationnistes.

### Après le ralentissement groupé du troisième trimestre...

Au troisième trimestre 2010, l'activité de la Chine et des pays d'Asie émergente a ralenti. Après une forte accélération au premier semestre, les exportations ont pâti du ralentissement de la demande en provenance des économies avancées. La demande interne a également été freinée par l'effet de politiques économiques plus restrictives. Les banques centrales ont durci leurs politiques monétaires en réponse aux tensions inflationnistes apparues depuis le début de l'année. Parallèlement, les mesures de soutien budgétaire mises en place au plus bas de la récession mondiale ont été réduites. Au total, selon l'opinion des entrepreneurs, l'activité aurait augmenté en deçà de son rythme de moyenne période tout au long du troisième trimestre.

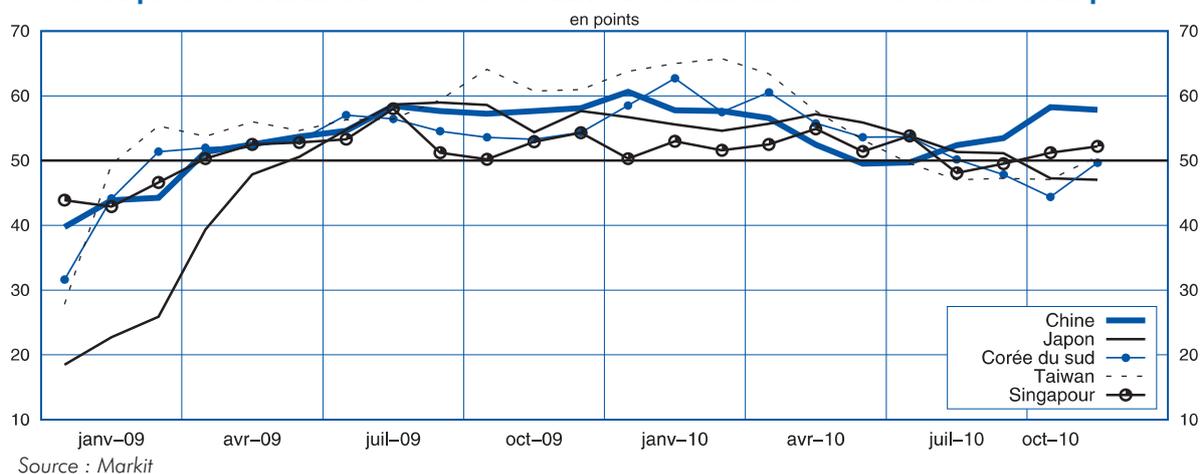
### ...la Chine ferait cavalier seul d'ici la fin de l'année.

Au quatrième trimestre 2010, la croissance rebondirait en Chine (cf. graphique). La dépréciation du yuan par rapport aux autres devises de la région rendrait la production chinoise plus compétitive. Elle soutiendrait la hausse des exportations, au détriment de celles de ses principaux partenaires commerciaux. La production domestique serait en outre dopée par la demande intérieure, soutenue par une expansion du crédit. Ce rebond de l'activité chinoise ne se diffuserait pas immédiatement aux pays voisins, comme l'atteste le repli actuel des commandes adressées aux autres pays émergents d'Asie. En outre, la baisse de la demande japonaise pèserait sur l'activité de l'ensemble des pays d'Asie émergente.

### Début 2011, les conjonctures nationales retrouvent leur tendance de long terme

L'échappée chinoise serait de courte durée. La dépréciation du yuan a exacerbé les tensions inflationnistes à l'œuvre depuis le début de l'année. En relevant le taux des réserves obligatoires détenues par les banques en octobre puis en novembre, les autorités chinoises ont fait le choix de contenir l'inflation, au risque de freiner l'activité. Ce resserrement de la politique monétaire se traduirait notamment par une nouvelle appréciation du yuan, permettant aux autres pays d'Asie émergente de retrouver des gains de compétitivité. Ainsi leur activité accélérerait quelque peu au premier semestre 2011, tandis que celle de la Chine se modérerait. ■

Les indices des directeurs d'achats (PMI) annoncent une accélération de la production manufacturière de la Chine au détriment de ses concurrents asiatiques



# **C**omptes des pays



ZONE EURO	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-2,4	-0,1	0,4	0,2	0,4	1,0	0,4	0,4	0,3	0,3	-4,0	1,7	1,3
Consommation des ménages (58 %)	-0,6	0,0	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	-1,1	0,8	0,6
Investissement (20 %)	-5,2	-2,4	-1,1	-1,2	-0,4	1,8	0,0	0,3	0,5	0,6	-11,3	-1,1	1,6
Consommation publique (22 %)	0,7	0,6	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	2,4	0,8	0,8
Exportations (36 %)	-7,9	-1,3	2,3	2,0	2,6	4,3	1,9	1,5	1,4	1,3	-13,0	9,8	5,6
Importations (35 %)	-7,5	-2,7	2,0	1,2	4,3	4,2	1,7	1,3	1,1	1,0	-11,7	10,2	4,8
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2	-2,6	0,4	0,8
<i>Variations de stocks</i>	-0,9	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,8	1,3	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	0,6	0,1	0,3	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,0	0,4

### Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

Secteurs (poids dans l'indice en 2009)	juin 2010		oct. 2010		déc. 2010		juin 2011		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2009	2010
<b>Ensemble (100,0 %)</b>	1,4	1,4	1,9	1,9	1,8	1,8	1,5	1,5	0,3	1,5
<b>Alimentation (alcools et tabac inclus) (19,3 %)</b>	0,9	0,2	1,7	0,3	1,8	0,4	2,4	0,5	0,8	1,0
<i>dont : produits alimentaires (15,6 %)</i>	0,2	0,0	1,2	0,2	1,6	0,3	2,7	0,4	0,0	0,3
<i>boissons alcoolisées et tabac (3,7 %)</i>	3,7	0,1	3,4	0,1	2,7	0,1	1,6	0,1	4,0	3,7
<b>Énergie (9,6 %)</b>	6,2	0,6	8,5	0,8	8,2	0,8	3,4	0,3	-8,1	7,1
<b>Inflation sous-jacente (71,1 %)</b>	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	0,7	1,0	0,7	1,4	1,0
<i>dont : produits manufacturés (29,7 %)</i>	0,4	0,1	0,7	0,2	0,5	0,1	0,7	0,2	0,6	0,4
<i>services (41,4 %)</i>	1,3	0,5	1,3	0,6	1,3	0,6	1,3	0,5	2,0	1,4

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

Prévision

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

Source : Eurostat, prévisions Insee

Allemagne (28 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-3,4	0,5	0,7	0,3	0,6	2,3	0,7	0,6	0,5	0,5	-4,7	3,5	2,3
Consommation des ménages (59%)	0,2	0,5	-1,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,9
Investissement (18 %)	-7,7	-1,0	0,8	-0,8	1,2	5,6	1,3	1,6	1,1	1,1	-10,0	6,0	5,1
Consommation publique (20 %)	1,1	0,6	0,8	-0,3	1,9	-1,1	1,1	0,4	0,3	0,3	2,9	2,1	1,1
Exportations (41 %)	-10,2	-1,4	3,2	2,7	3,0	7,9	2,3	1,7	1,6	1,5	-14,3	14,5	7,2
Importations (36 %)	-5,3	-4,6	4,1	-1,6	6,5	7,8	1,9	1,8	1,4	1,3	-9,4	13,9	6,6
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,1	0,2	-0,4	-0,2	0,7	1,1	0,7	0,6	0,3	0,4	-1,4	1,7	1,7
<i>Variations de stocks</i>	0,2	-1,0	1,4	-1,3	1,0	0,7	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,9	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-2,5	1,2	-0,2	1,8	-1,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,1	-2,9	0,9	0,5

Italie (19 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-2,9	-0,3	0,4	-0,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	-5,1	1,0	0,9
Consommation des ménages (60%)	-0,8	0,0	0,6	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,8	0,5	0,1
Investissement (19 %)	-5,0	-2,3	-0,5	0,7	1,4	1,3	0,1	-0,2	0,5	0,5	-12,2	2,0	1,1
Consommation publique (22 %)	-0,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,6	-0,1	0,8
Exportations (24 %)	-11,7	-1,8	2,7	-0,2	3,0	3,3	1,5	1,1	1,1	1,0	-19,1	7,5	4,3
Importations (24 %)	-9,2	-2,9	1,3	3,3	2,7	0,8	1,2	0,5	0,4	0,2	-14,6	6,5	1,7
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,6	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,5	0,6	0,5
<i>Variations de stocks</i>	-0,7	-0,3	-0,2	0,9	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,2
<i>Commerce extérieur</i>	-0,6	0,3	0,4	-1,0	0,1	0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	-1,2	0,2	0,6

Espagne (12 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-1,6	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-3,7	-0,2	0,0
Consommation des ménages (57%)	-1,4	-1,0	-0,4	0,2	0,9	1,5	-1,1	-0,7	-0,1	-0,1	-4,3	1,0	-0,9
Investissement (24 %)	-5,6	-4,4	-2,8	-2,0	-1,6	-0,6	-2,9	-1,8	-0,9	-0,8	-16,0	-7,8	-4,5
Consommation publique (21 %)	0,7	0,1	-0,1	-0,6	0,1	0,7	-0,4	0,0	0,0	0,0	3,2	0,0	0,0
Exportations (23 %)	-6,6	-0,9	2,8	2,8	4,1	1,4	0,1	1,0	0,9	0,8	-11,6	9,0	2,7
Importations (26 %)	-7,4	-3,1	-0,1	1,3	4,4	3,6	-5,0	-1,5	-0,3	-0,1	-17,8	4,2	-3,2
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-2,4	-1,8	-1,0	-0,6	0,1	0,8	-1,4	-0,8	-0,3	-0,3	-6,4	-1,3	-1,6
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,7	0,8	0,8	0,3	-0,3	-0,6	1,3	0,6	0,3	0,2	2,7	1,0	1,4

■ Préviation

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

Source : Eurostat, prévisions Insee

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

Royaume-Uni	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-2,3	-0,8	-0,3	0,4	0,4	1,2	0,8	0,7	0,1	0,0	-5,0	1,8	1,3
Consommation des ménages (62%)	-1,4	-0,7	-0,1	0,8	0,0	0,7	0,3	0,5	-0,3	-0,2	-3,4	1,1	0,2
Investissement (17 %)	-8,4	-5,5	1,5	-2,0	2,9	1,4	0,6	1,2	0,5	0,5	-15,1	2,4	2,6
Consommation publique (24 %)	-0,3	0,0	-0,5	0,6	0,5	1,0	0,3	0,2	0,2	-0,5	0,7	1,7	0,4
Exportations (29 %)	-8,3	-1,5	0,9	3,7	-0,7	2,3	2,2	1,5	1,2	1,1	-11,1	5,4	4,9
Importations (32 %)	-7,5	-2,5	1,2	4,5	2,0	2,4	0,7	1,0	0,5	0,5	-12,3	7,9	2,6
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-2,4	-1,4	0,0	0,3	0,6	0,9	0,3	0,5	-0,1	-0,2	-4,6	1,5	0,0
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	1,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,4	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,7	-0,9	0,0

Japon	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2009				2010				2011		2009	2010	2011 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	-4,2	2,4	-0,4	1,0	1,6	0,4	0,9	-0,5	0,2	0,4	-5,3	3,5	0,7
Consommation des ménages (60%)	-1,3	1,3	0,5	0,7	0,7	0,1	1,1	-0,9	0,2	0,2	-1,0	2,2	0,2
Investissement (21 %)	-6,2	-2,9	-3,0	0,4	0,8	0,6	0,6	-1,4	-0,4	0,3	-13,8	-0,8	-0,8
Consommation publique (20 %)	0,7	0,1	0,2	0,6	0,6	0,2	0,1	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5	2,2
Exportations (13 %)	-24,8	10,1	9,3	5,1	7,0	5,6	2,4	0,0	0,5	1,0	-24,1	25,0	3,8
Importations (12 %)	-16,9	-5,4	5,2	1,4	3,2	4,0	2,7	-0,5	0,5	1,0	-16,7	10,0	3,2
<b>Contributions :</b>													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-2,0	0,1	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	-0,7	0,2	0,4	-3,5	1,4	0,4
<i>Variations de stocks</i>	-1,1	0,1	-0,5	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-1,0	1,7	0,5	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-1,3	1,9	0,1

Prévision

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

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