



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Encadré

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE

Sur la base des informations disponibles au 25 août 2011, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro¹. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 1,4 % et 1,8 % en 2011 et entre 0,4 % et 2,2 % en 2012. L'inflation se situerait entre 2,5 % et 2,7 % en 2011 et entre 1,2 % et 2,2 % en 2012.

Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les prix des matières premières et les politiques budgétaires

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt et aux prix de l'énergie et des matières premières hors énergie sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 18 août 2011.

L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Ces taux d'intérêt sont mesurés par le taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies sur la base des taux à terme. Selon cette méthodologie, les taux d'intérêt à court terme devraient s'élever, en moyenne, à 1,3 % en 2011 et à 1,0 % en 2012. Les anticipations de marché relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 4,2 % en 2011 et en 2012. La transmission des taux de marché aux taux des prêts bancaires devrait s'opérer conformément aux régularités historiques dans la majeure partie de la zone euro. Toutefois, dans certaines parties de la zone euro, notamment celles en proie à des tensions sur les marchés de la dette souveraine, cette transmission devrait s'accompagner d'effets défavorables sur les primes de risque. Les conditions de l'offre de crédit devraient poursuivre leur retour progressif à la normale, tout en continuant de freiner quelque peu l'activité sur l'horizon de projection.

S'agissant des matières premières, sur la base de la tendance qui ressort des marchés à terme pendant les deux semaines précédant la date d'arrêt, le cours du baril de pétrole Brent devrait s'établir, en moyenne annuelle, à 110,1 dollars en 2011 et à 106,5 dollars en 2012. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie² devraient quant à eux augmenter de 19,6 % en 2011 puis diminuer de 0,8 % en 2012.

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens observés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 18 août 2011. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,42 en 2011 et de 1,43 en 2012 ainsi qu'un taux de change effectif moyen de l'euro supérieur de 0,2 % en 2011 et inférieur de 0,2 % en 2012 au niveau de l'année précédente.

¹ Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosystem, qui sont élaborées, deux fois par an, conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Les techniques utilisées sont conformes à celles servant à l'établissement des projections de l'Eurosystem, qui sont décrites dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et qui peut être consulté sur le site Internet de la BCE. Pour refléter l'incertitude entourant les projections, les résultats sont présentés pour chaque variable sous la forme d'intervalles. Ces derniers sont calculés à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication en ligne de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, décembre 2009.

² Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des produits alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières, on suppose que les prix correspondent aux cours des contrats à terme jusqu'au troisième trimestre 2012 et évoluent par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 19 août 2011. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

Hypothèses relatives à l'environnement international

Le rythme de la croissance mondiale s'est modéré au cours des derniers mois. Ce ralentissement reflète en partie des facteurs temporaires tels que l'incidence de la catastrophe naturelle et de l'accident nucléaire survenus au Japon sur l'économie du pays et les chaînes d'approvisionnement mondiales ainsi que les effets modérateurs des prix élevés des matières premières sur les revenus dans les grandes économies avancées. Au cours du second semestre de cette année, la résorption progressive des perturbations de la chaîne d'approvisionnement devrait quelque peu favoriser la croissance. Toutefois, le niveau plus élevé qu'attendu du chômage, la faiblesse de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs dans les économies avancées et la morosité persistante du marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis devraient peser sur la croissance. De plus, même si elle ne devrait pas être de nature à contrecarrer la reprise économique globale, la perte de confiance observée récemment sur les marchés financiers mondiaux continuerait d'exercer une incidence négative au second semestre 2011, à travers des effets de richesse et les retombées en termes de confiance. À moyen terme, les répercussions de la crise financière continueraient d'entraver la reprise dans les économies avancées, traduisant la nécessité d'un ajustement des bilans dans différents secteurs. Cette évolution compromet les perspectives d'une amélioration rapide sur les marchés du travail dans certaines économies avancées. En revanche, la croissance dans les économies émergentes devrait demeurer relativement solide, des risques de surchauffe continuant de prévaloir. Le PIB mondial en volume hors zone euro devrait croître, en moyenne, de 4,1 % en 2011 et de 4,4 % en 2012. La hausse de la demande extérieure de la zone euro atteindrait 7,0 % en 2011 et 6,8 % en 2012. Ces taux sont en recul par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2011 des experts de l'Eurosystème, en raison notamment d'une révision à la baisse des perspectives de l'économie américaine.

Projections de croissance du PIB en volume

Après une forte croissance dans la zone euro au premier trimestre 2011, qui a résulté d'un rebond de la production dans le secteur de la construction, l'activité économique s'est sensiblement ralentie au cours des derniers mois. Comme au niveau mondial, l'activité au sein de la zone euro a été freinée par des effets négatifs liés à la catastrophe naturelle et à l'accident nucléaire survenus au Japon ainsi que par l'incidence décalée des hausses passées des prix du pétrole. La dynamique de fond à l'œuvre dans la zone euro s'est aussi affaiblie sous l'influence de facteurs domestiques tels que la baisse du cours des actions, le resserrement des politiques budgétaires, le durcissement des critères d'octroi des crédits et le renforcement de l'incertitude, qui s'est traduit par une hausse des primes de risque, dans le cadre de la crise de la dette souveraine, et par une détérioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. Plusieurs de ces facteurs devant continuer d'exercer une incidence négative à court terme, le PIB en volume ne devrait croître que modestement au second semestre 2011. Par la suite, l'activité devrait progressivement s'accélérer, sous l'effet des exportations de la zone euro, qui profiteraient de l'amélioration de la demande extérieure, tandis que la demande intérieure devrait augmenter graduellement, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire, les mesures prises pour restaurer le fonctionnement du système financier et, enfin, les effets d'une forte demande mondiale sur les revenus intérieurs. Sur une base annuelle, le PIB en volume progresserait à un rythme compris entre 1,4 % et 1,8 % en 2011 et entre 0,4 % et 2,2 % en 2012.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, le rythme d'expansion des exportations vers l'extérieur de la zone euro devrait demeurer assez robuste jusqu'en 2012, tout en revenant en dessous du rythme de progression de la demande extérieure adressée à la zone euro en 2012, conformément à la tendance baissière des parts de marché à l'exportation de la zone euro. Après un net redressement au premier trimestre 2011, l'investissement total n'augmenterait que modérément pendant le reste de l'année, puis plus fortement en 2012. L'investissement productif devrait croître régulièrement sur l'horizon de projection, soutenu par une hausse de la rentabilité, la croissance vigoureuse des exportations et l'apparition de goulets d'étranglement dans les capacités de production. La hausse de l'investissement résidentiel devrait cependant rester assez contenue sur l'ensemble de l'horizon de projection, sous l'effet des ajustements en cours sur les marchés de l'immobilier résidentiel dans certains pays, qui se traduisent également par une projection de faible hausse des prix. Par ailleurs, l'investissement public devrait se contracter jusqu'à la fin de 2012, comme le montrent les programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro.

La croissance de la consommation privée devrait être assez modérée en 2011, avant de s'accélérer légèrement en 2012, suivant le profil de hausse du revenu réel disponible. Si l'incidence négative des hausses passées des prix des matières premières devrait peser sur la progression du revenu réel disponible pendant le reste de 2011, les tensions inflationnistes devraient s'estomper par la suite, soutenant le revenu réel disponible en 2012. La consommation publique réelle n'augmenterait quant à elle que modestement jusqu'en 2012, dans le contexte des programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro. Le rythme d'expansion des importations de la zone euro en provenance du reste du monde devrait se renforcer quelque peu en 2011 avant de se stabiliser en 2012, progressant plus rapidement que la demande totale sur l'horizon de projection. Traduisant la croissance légèrement plus vive des exportations, le commerce extérieur contribuerait de manière positive, mais moins forte, à la croissance du PIB sur l'ensemble de l'horizon.

Tableau A Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)^{1), 2)}

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------------|------|------------|------------|
| IPCH | 1,6 | 2,5 – 2,7 | 1,2 – 2,2 |
| PIB en volume | 1,7 | 1,4 – 1,8 | 0,4 – 2,2 |
| Consommation privée | 0,8 | 0,3 – 0,7 | 0,0 – 1,6 |
| Consommation publique | 0,5 | -0,2 – 0,8 | -0,7 – 0,5 |
| FBCF | -0,8 | 2,2 – 3,6 | 0,8 – 5,4 |
| Exportations (biens et services) | 11,0 | 5,6 – 8,4 | 2,3 – 9,7 |
| Importations (biens et services) | 9,3 | 4,7 – 7,3 | 2,0 – 9,2 |

1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont établies sur la base de données corrigées des jours ouvrés. Les projections concernant les exportations et les importations incluent le commerce intra-zone euro.

2) L'Estonie est incluse dans la zone euro pour ces données, sauf pour l'IPCH de 2010. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour l'IPCH de 2011 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant l'Estonie dès 2010.

Projections en matière de prix et de coûts

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,5 % en août 2011. L'inflation devrait demeurer supérieure à 2 % au cours des prochains mois, principalement en raison de l'incidence des fortes hausses passées des cours du pétrole et des autres matières premières sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Par la suite, au vu du cours actuel des matières premières sur les marchés à terme,

la hausse des prix à l'importation devrait revenir à un rythme plus modéré. En revanche, les tensions sur les prix intérieurs se renforceraient lentement, sous l'effet de l'augmentation des coûts du travail et des répercussions des renchérissements passés des matières premières, ce qui conduirait à une accélération progressive du rythme de hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sur l'horizon de projection. Au total, en moyenne annuelle, l'inflation globale se situerait entre 2,5 % et 2,7 % en 2011 et entre 1,2 % et 2,2 % en 2012. La croissance de la rémunération par personne occupée resterait quant à elle assez faible sur l'horizon de projection, traduisant l'amélioration modeste attendue de la situation sur les marchés du travail. Les salaires nominaux ne réagissant que partiellement et avec un certain décalage à la hausse des prix à la consommation, la rémunération réelle par personne occupée devrait diminuer en 2011, avant d'augmenter à nouveau modérément par la suite. La croissance de la productivité devant se ralentir, les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient repartir à la hausse en 2011 et progresser encore plus vite en 2012. Dès lors, la hausse des marges bénéficiaires ralentirait en 2011 et en 2012, en partie également en liaison avec la faible croissance attendue de la demande totale.

Comparaison avec les projections de juin 2011

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans le *Bulletin mensuel* de juin 2011, les intervalles de projection pour la croissance du PIB en volume de la zone euro ont été revus à la baisse pour 2011 et 2012. Ces révisions des perspectives pour 2011 et 2012 traduisent à la fois une contraction de la demande extérieure et un affaiblissement de la demande intérieure, cette dernière pâtissant notamment de la poussée des incertitudes, de la perte de confiance, de la baisse du cours des actions et du durcissement des critères d'octroi des crédits, un ensemble de facteurs faisant plus que compenser les effets positifs de la forte révision à la baisse de l'hypothèse technique relative aux taux moyens des prêts dans la zone euro. La révision à la baisse pour 2012 tient également à l'incidence du resserrement budgétaire supplémentaire décidé dans certains pays de la zone euro. En ce qui concerne la hausse de l'IPCH, l'intervalle de projection pour 2011 est inchangé, celui retenu pour 2012 étant légèrement resserré par rapport aux projections de juin 2011.

Tableau B Comparaison avec les projections publiées en juin 2011

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

| | 2011 | 2012 |
|--------------------------------|-------------|-------------|
| PIB en volume – juin 2011 | 1,5 – 2,3 | 0,6 – 2,8 |
| PIB en volume – septembre 2011 | 1,4 – 1,8 | 0,4 – 2,2 |
| IPCH – juin 2011 | 2,5 – 2,7 | 1,1 – 2,3 |
| IPCH – septembre 2011 | 2,5 – 2,7 | 1,2 – 2,2 |

Comparaison avec les prévisions des autres institutions

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé (tableau C). Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de la BCE, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et d'autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions.

Selon les prévisions actuellement disponibles des autres institutions et organisations, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir entre 1,6 % et 2,0 % en 2011, ce qui est très légèrement supérieur à la fourchette projetée par les experts de la BCE, et entre 1,5 % et 2,0 % en 2012, soit un niveau proche de la limite supérieure de la fourchette de projection de la BCE. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions tablent sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH de 2,6 % en 2011, un résultat se situant à l'intérieur de la fourchette de projection de la BCE. Pour 2012, les prévisions relatives à la progression de l'IPCH sont comprises entre 1,6 % et 2,0 %, s'inscrivant là encore à l'intérieur de l'intervalle projeté par la BCE.

Tableau C Comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH de la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

| | Date de publication | Croissance du PIB | | Hausse de l'IPCH | |
|---|---------------------|-------------------|-----------|------------------|-----------|
| | | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| OCDE | mai 2011 | 2,0 | 2,0 | 2,6 | 1,6 |
| Commission européenne | mai 2011 | 1,6 | 1,8 | 2,6 | 1,8 |
| FMI | juin 2011 | 2,0 | 1,7 | 2,6 | 1,8 |
| Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) | août 2011 | 1,9 | 1,6 | 2,6 | 2,0 |
| Consensus économique | août 2011 | 1,9 | 1,5 | 2,6 | 1,9 |
| Projections des services de la BCE | septembre 2011 | 1,4 – 1,8 | 0,4 – 2,2 | 2,5 – 2,7 | 1,2 – 2,2 |

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2011) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (juin 2011) ; Perspectives économiques de l'OCDE (mai 2011) ; Consensus économique et enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Note : Les projections macroéconomiques des services de la BCE et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas, sur ce point, sur quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2011

Adresse : Kaiserstrasse 29, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
 Adresse postale : Postfach 16 03 19, 60066 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
 Téléphone : +49 69 1344 0
 Télécopie : +49 69 1344 6000
 Site Internet : <http://www.ecb.europa.eu>

Tous droits réservés.

Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.