



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

## PROJECTIONS MACROECONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ETABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTEME

Sur la base des informations disponibles au 24 mai 2011, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. Bénéficiant de la demande mondiale soutenue, du raffermissement de l'investissement, des mesures adoptées pour rétablir le bon fonctionnement du système financier et du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'inscrire entre 1,5 % et 2,3 % en 2011 et se situer entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. L'inflation globale mesurée par l'IPCH devrait rester supérieure à 2,0 % jusqu'à fin 2011, en raison principalement des fortes hausses des cours du pétrole observées récemment. Par la suite, les prix des matières premières devraient diminuer et, compte tenu de la diminution progressive de l'incidence directe des hausses antérieures, l'inflation globale, en moyenne annuelle, devrait se ralentir. En revanche, les tensions intérieures sur les prix devraient se renforcer sous l'influence de l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production, de l'accroissement des tensions sur le marché du travail ainsi que de la répercussion progressive et partielle du renchérissement antérieur des matières premières. La progression moyenne de l'IPCH global s'établirait entre 2,5 % et 2,7 % en 2011 et entre 1,1 % et 2,3 % en 2012.

### Encadré 1

#### HYPOTHESES TECHNIQUES RELATIVES AUX TAUX D'INTERET, AUX TAUX DE CHANGE, AUX PRIX DES MATIERES PREMIERES ET AUX POLITIQUES BUDGETAIRES

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 18 mai 2011<sup>1</sup>. L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 1,6 % en 2011 et 2,3 % en 2012. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 4,5 % en 2011 et 4,8 % en 2012. En ce qui concerne les conditions de financement, le scénario de référence repose sur l'hypothèse selon laquelle les écarts des taux des prêts bancaires par rapport aux taux d'intérêt à court terme se resserreront sur l'horizon de projection en raison de la répercussion progressive de la hausse des taux anticipés du marché et d'une diminution du risque de défaut pour les sociétés non financières et les ménages. Les écarts par rapport aux taux à long terme devraient s'accroître progressivement sur l'horizon de projection, après la nette contraction observée au dernier trimestre 2010, et avoir retrouvé un niveau correspondant à leur moyenne historique à la fin de l'horizon. Les conditions du crédit pour l'ensemble de la zone euro devraient continuer de se normaliser, mais pèseraient encore sur l'activité au cours de l'horizon de projection. S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt, le cours du baril de pétrole brut Brent, en moyenne annuelle, devrait s'établir à 111,1 dollars en 2011 et à 108,0 dollars en 2012. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux augmenter de 20,4 % en 2011 et de 1,2 % en 2012.

<sup>1</sup> Les projections macroéconomiques de l'Eurosystème sont élaborées conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Elles apportent, deux fois par an, une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations plus détaillées sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projection Exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur le site Internet de la BCE. Pour exprimer 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 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.

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. 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 s'appréciant modestement de 0,8 % en 2011 et de 0,4 % en 2012.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 24 mai 2011. Elles 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.

1 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, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2012 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La reprise de l'économie mondiale se poursuit, devenant de plus en plus autonome. Alors que le redressement de l'activité dans les économies avancées se confirme, les répercussions de la crise financière devraient continuer à peser sur la vigueur de la reprise, compromettant les perspectives d'un raffermissement rapide du marché du travail. Cette évolution contraste nettement avec la situation observée dans les pays émergents à forte croissance, où le taux d'utilisation des capacités de production est proche de son niveau maximum – le dépassant même dans certains cas – et où les tensions liées à la surchauffe persistent. Depuis l'exercice de projections précédent de mars 2011, les troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord se sont intensifiés et le Japon a subi des catastrophes naturelles et nucléaire. Bien qu'ils aient amplifié l'incertitude entourant les perspectives mondiales, ces événements ne devraient pas interrompre la reprise mondiale. La progression du PIB mondial en volume hors zone euro devrait s'accélérer, passant de 4,5 % en 2011 à 4,7 % en 2012. La croissance des marchés à l'exportation de la zone euro (hors commerce intra-zone) devrait quant à elle s'élever à 8,3 % en 2011 et à 7,9 % en 2012.

## PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Après une expansion relativement modérée au second semestre 2010, le PIB en volume a enregistré une accélération particulièrement forte au premier trimestre 2011, la progression en glissement trimestriel s'inscrivant à 0,8 %. La répartition de la croissance montre que la demande intérieure, et plus particulièrement l'investissement, a contribué de manière décisive à l'expansion du PIB en volume au cours de cette période. L'activité dans la construction, en particulier, semble s'être redressée après avoir fléchi au quatrième trimestre en raison des conditions météorologiques. Cette influence temporaire à la hausse s'estompant, la croissance du PIB en volume devrait diminuer au deuxième trimestre. À plus long terme, le redressement de l'activité économique devrait se poursuivre, conforté principalement par la demande mondiale soutenue et le raffermissement de l'investissement. La demande intérieure contribuerait de plus en plus à la progression du PIB en volume, tandis que les exportations nettes devraient apporter une contribution plus faible, mais encore positive, à la croissance sur l'horizon de projection. Globalement, conformément aux tendances observées à la suite des crises financières dans le passé, le PIB en volume ne devrait se redresser que lentement, et retrouver son niveau d'avant la crise seulement courant 2012. Sur une base annuelle, le PIB en volume devrait progresser entre 1,5 % et 2,3 % en 2011, et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012.

De façon plus détaillée, la croissance de la consommation privée devrait être modérée en 2011, la hausse des cours des matières premières ayant une incidence négative sur la progression du revenu réel disponible. Par la suite, les tensions inflationnistes s'atténuant et la croissance de l'emploi et de la rémunération par personne occupée augmentant, les rythmes de croissance du revenu réel disponible et, par conséquent, de la consommation privée devraient s'accélérer. Le taux d'épargne diminuerait en 2011 à la faveur du raffermissement de la confiance, et demeurerait globalement inchangé par la suite. Réflétant l'amélioration progressive de l'emploi, le taux de chômage devrait rester stable durant la majeure partie de 2011, puis diminuer lentement au cours des mois suivants.

L'investissement privé non résidentiel devrait enregistrer une progression relativement forte au cours de l'horizon de projection, confortée par la confiance soutenue des chefs d'entreprise, le renforcement progressif de la demande, l'apparition de goulets d'étranglement au niveau des capacités de production et l'allègement des contraintes financières. En revanche, la croissance de l'investissement résidentiel devrait rester plutôt modérée jusqu'en 2012 en raison des corrections en cours sur les marchés immobiliers de certains pays. Sous l'effet des mesures d'assainissement budgétaire annoncées dans plusieurs pays de la zone euro, les investissements publics diminueraient au cours de l'horizon de projection.

Après la forte hausse de la demande étrangère en 2010, le rythme de progression des exportations devrait fléchir, tout en demeurant relativement soutenu, en 2011 et 2012. La croissance des importations devrait connaître une évolution similaire. Globalement, les exportations nettes devraient apporter une contribution plus faible, mais encore positive, à la croissance du PIB sur l'horizon de projection.

**Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)<sup>1) 2)</sup>

|                                  | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| IPCH                             | 1,6         | 2,5 – 2,7   | 1,1 – 2,3   |
| PIB en volume                    | 1,7         | 1,5 – 2,3   | 0,6 – 2,8   |
| Consommation privée              | 0,8         | 0,6 – 1,2   | 0,4 – 2,2   |
| Consommation publique            | 0,6         | -0,4 – 0,6  | -0,5 – 0,9  |
| FBCF                             | -0,9        | 2,0 – 4,2   | 1,1 – 5,9   |
| Exportations (biens et services) | 11,1        | 5,8 – 9,6   | 2,6 – 10,6  |
| Importations (biens et services) | 9,3         | 4,3 – 7,9   | 2,6 – 10,0  |

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

2) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant l'Estonie, sauf en ce qui concerne l'IPCH pour 2010. Les variations annuelles moyennes en pourcentage de l'IPCH pour 2011 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant l'Estonie dès 2010.

La croissance potentielle devrait avoir subi le contrecoup de la crise, mais l'ampleur exacte de son incidence reste très incertaine. Les projections de croissance potentielle et, par conséquent, de l'écart de production sont donc entourées d'incertitudes encore plus fortes que d'habitude. Cela étant, la croissance potentielle devrait se redresser quelque peu sur l'horizon de projection, quoiqu'à un rythme sensiblement inférieur aux niveaux enregistrés avant la crise, traduisant la contraction des contributions du travail et du capital. L'écart de production négatif estimé devrait se réduire sur l'horizon de projection.

## PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

En raison principalement des fortes hausses récentes des cours du pétrole, l'inflation globale mesurée par l'IPCH demeurerait supérieure à 2 % jusque début 2012. Par la suite, les tensions sur les cours des matières premières devraient s'atténuer et, compte tenu de la diminution progressive de l'incidence directe des récentes augmentations, l'inflation globale, en moyenne annuelle, devrait se replier. En revanche, les tensions intérieures sur les prix devraient se renforcer sous l'influence de la progression du taux d'utilisation des capacités de production, de l'accentuation des tensions sur le marché du travail ainsi que de la répercussion progressive et partielle du renchérissement antérieur des matières premières. La hausse moyenne de l'IPCH global s'établirait entre 2,5 % et 2,7 % en 2011 et entre 1,1 % et 2,3 %

en 2012. Le taux de progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accroître progressivement sur l'ensemble de l'horizon de projection.

De manière plus détaillée, après une vive recrudescence au premier trimestre 2011, liée principalement à la hausse des cours internationaux des matières premières, les tensions sur les prix d'origine externe devraient diminuer sur le reste de la période de projection. Cette évolution reflète largement la modération prévue de la dynamique des prix des matières premières et l'appréciation récente de l'euro. En revanche, les tensions internes devraient s'accroître légèrement sur l'horizon de projection. La hausse de la rémunération nominale par personne occupée devrait se conforter progressivement, reflétant l'amélioration du marché du travail et, de façon limitée, les effets décalés de la progression des prix à la consommation en 2011, en raison pour une part des mécanismes d'indexation des salaires existant dans certains pays de la zone euro. Du fait de l'échelonnement des échéances des négociations sur les salaires nominaux et de la vive accélération de la hausse des prix à la consommation, la rémunération réelle par personne occupée devrait diminuer en 2011, et se redresserait légèrement sur le reste de l'horizon de projection. Après le fléchissement observé en 2010, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait redevenir positive en 2011 et se raffermir en 2012 sous l'effet de la modération des gains de productivité et de l'accélération progressive de la hausse de la rémunération nominale par personne occupée. Après s'être redressées sensiblement en 2010, les marges bénéficiaires devraient progresser plus lentement en 2011 et s'accroître légèrement par la suite. Le ralentissement initial de la hausse des marges bénéficiaires reflète, en partie, le retour à la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la progression qui suit s'explique par l'amélioration de la demande globale. Cependant, les marges bénéficiaires devraient rester en deçà de leurs niveaux de 2007 sur l'horizon de projection. Considérant les mesures déjà annoncées, la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés devraient également contribuer de manière positive à la hausse de l'IPCH en 2011.

## COMPARAISON AVEC LES PROJECTIONS PUBLIÉES EN MARS 2011

Par rapport aux projections macroéconomiques de la BCE publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de mars 2011, la fourchette de projection pour la croissance du PIB en volume pour 2011 a été revue à la hausse, principalement en raison du résultat plus favorable que prévu enregistré pour le PIB au premier trimestre 2011. L'intervalle de projection pour 2012 est globalement inchangé. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, la fourchette de projection pour 2011 a été également révisée à la hausse, reflétant dans une large mesure le niveau plus élevé des prix de l'énergie. L'intervalle de projection pour 2012 a été légèrement resserré.

Tableau 2 Comparaison avec les projections publiées en mars 2011

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

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

## Encadré 2

### PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, 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 des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau ci-dessous).

Les prévisions des autres institutions actuellement disponibles indiquent une croissance du PIB en volume de la zone euro comprise entre 1,6 % et 2,0 % en 2011, et entre 1,7 % et 2,0 % en 2012. L'ensemble de ces prévisions s'inscrit à l'intérieur des intervalles de projection de l'Eurosystème.

En ce qui concerne l'inflation, les prévisions disponibles des autres institutions anticipent une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 2,3 % et 2,6 % en 2011, et entre 1,6 % et 1,9 % en 2012. À l'exception de la projection du FMI relative à la progression de l'IPCH en 2011, qui est fondée sur des hypothèses différentes en ce qui concerne les cours des matières premières, ces prévisions d'inflation sont conformes aux intervalles projetés par l'Eurosystème.

### 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      |
| FMI   | avril 2011          | 1,6               | 1,8       | 2,3              | 1,7       |
| Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) | mai 2011            | 1,7               | 1,7       | 2,5              | 1,9       |
| Consensus économique  | mai 2011            | 1,7               | 1,7       | 2,5              | 1,9       |
| OCDE  | mai 2011            | 2,0               | 2,0       | 2,6              | 1,6       |
| Commission européenne   | mai 2011            | 1,6               | 1,8       | 2,6              | 1,8       |
| Projections des services de l'Eurosystème                         | juin 2011           | 1,5 – 2,3         | 0,6 – 2,8 | 2,5 – 2,7        | 1,1 – 2,3 |

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2011) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 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 l'Eurosystème 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.