



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

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

Sur la base des informations disponibles au 20 novembre 2008, les services de l'Eurosysteme ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. Selon les projections, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 0,8 % et 1,2 % en 2008 et s'établirait entre -1,0 % et 0,0 % en 2009 et entre 0,5 % et 1,5 % en 2010. La hausse moyenne de l'IPCH global devrait se situer entre 3,2 % et 3,4 % en 2008, entre 1,1 % et 1,7 % en 2009 et entre 1,5 % et 2,1 % en 2010.

### 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 de l'énergie et des matières premières hors énergie sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 14 novembre 2008<sup>1</sup>. L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Ces taux d'intérêt sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant établies sur la base des taux à terme. Il ressort de cette méthodologie, en moyenne, un niveau de 4,7 % pour 2008, revenant à 2,8 % en 2009 et remontant à 3,2 % en 2010. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur une légère hausse, de 4,4 % en moyenne en 2008 à 4,5 % en 2009 et 4,7 % en 2010<sup>2</sup>. Le scénario de référence repose également sur l'hypothèse selon laquelle les marges de taux des prêts bancaires s'accroîtraient par rapport à leur niveau actuel, ce qui traduit une perception accrue des risques sur les marchés de capitaux. S'agissant 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, les cours du pétrole, en moyenne annuelle, devraient s'établir à 99,9 dollars le baril en 2008, à 67,3 dollars en 2009 et à 76,6 dollars en 2010. Les prix mondiaux des produits alimentaires devraient augmenter fortement, de 28,9 % en 2008, avant de diminuer de 9,7 % en 2009 et de repartir en hausse, de 4,9 %, en 2010. Exprimés en dollars, les prix des autres matières premières (hors énergie et produits alimentaires) progresseraient, en moyenne annuelle, de 3,5 % en 2008, diminueraient nettement, de 22,9 %, en 2009 et regagneraient 5,4 % en 2010.

Les projections reposent sur l'hypothèse technique selon laquelle les taux de change bilatéraux resteront 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 1,27 et un taux de change effectif de l'euro dont le niveau moyen en 2008 est supérieur de 4,1 % à celui de 2007 et dont le niveau moyen en 2009 est inférieur de 5,5 % à celui de 2008.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 20 novembre 2008. 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.

- 1 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des produits alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme à fin 2010. Pour les autres matières premières, les prix devraient être conformes aux cours des contrats à terme jusqu'à fin 2009 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.
- 2 Voir encadré n° 4 dans la deuxième partie de la présente édition du *Bulletin mensuel*.

1 Les projections macroéconomiques de l'Eurosysteme 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 Projections 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. Les intervalles pour chaque variable et chaque horizon correspondent à un intervalle de probabilité de 75 % fondé sur un modèle. La méthode utilisée est présentée dans la publication en ligne de la BCE intitulée *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, septembre 2008. Compte tenu de la situation économique et financière exceptionnelle, les incertitudes entourant les projections sont plus grandes que d'habitude à ce stade.

## ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Les perspectives économiques mondiales ont été considérablement affectées par un ralentissement touchant à présent l'ensemble des économies avancées. La montée des tensions financières, la correction en cours sur les marchés immobiliers résidentiels et le renforcement des effets de contagion en provenance des États-Unis sur les autres économies ont entraîné une nette détérioration des perspectives de croissance mondiale. À court terme, le ralentissement conjoncturel mondial devrait principalement résulter des perspectives de croissance moroses aux États-Unis et dans les autres économies avancées, mais l'activité devrait également se ralentir dans les économies de marché émergentes, confrontées à une demande extérieure en recul et aux répercussions négatives des évolutions financières.

La croissance économique mondiale (hors zone euro) devrait rester faible jusqu'au début de 2009, avant un rebond qui ne sera que très progressif, sous l'effet de politiques macroéconomiques accommodantes, d'une atténuation graduelle des tensions financières et d'une baisse des prix des matières premières. En raison d'une grande faiblesse des échanges commerciaux, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait être modérée jusqu'à la mi-2009, puis progresser très lentement. Les principales contributions à cette demande extérieure devraient provenir des marchés émergents et des pays exportateurs de pétrole, les contributions émanant des économies avancées devant demeurer plus limitées.

Globalement, la croissance annuelle du PIB mondial en volume hors zone euro se situerait, en moyenne, à 3,9 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,6 % en 2010. La croissance des marchés à l'exportation de la zone euro (hors commerce intra-zone) devrait quant à elle s'élever à 4,7 % en 2008, 2,5 % en 2009 et 5,0 % en 2010.

## PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

La zone euro fait face à une période prolongée d'atonie de l'économie mondiale et à des conditions de financement tendues, ce qui devrait se traduire par des taux de croissance trimestriels du PIB négatifs jusque mi-2009. Le rebond très modéré qui devrait suivre refléterait, selon les projections, l'amélioration progressive de l'environnement extérieur (les tensions sur les prix des matières premières devant en particulier s'atténuer considérablement), la baisse anticipée des taux d'intérêt à court terme et la dissipation progressive dans la zone euro des retombées négatives des évolutions observées sur les marchés de capitaux. Dès lors, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 0,8 % et 1,2 % en 2008, entre -1,0 % et 0,0 % en 2009 et entre 0,5 % et 1,5 % en 2010. Cette faible croissance dans la zone euro est liée au manque de dynamisme de l'activité économique mondiale et à une demande intérieure très faible.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro

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

	2007	2008	2009	2010
IPCH	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIB en volume	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consommation privée	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consommation publique	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
FBCF	4,2	0,2-1,2	-6,0 -3,0	-2,4-1,0
Exportations (biens et services)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importations (biens et services)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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 chiffres publiés englobent la Slovaquie comme pays participant à la zone euro à compter de 2009. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2009 sont basées sur une composition de la zone euro comprenant déjà la Slovaquie en 2008.

En particulier, les exportations de la zone euro devraient, à court terme, refléter le ralentissement mondial, et être également affectées par les effets décalés des pertes antérieures de compétitivité-prix de la zone euro. Le redressement des exportations attendu courant 2009 s'explique par une croissance plus forte de la demande extérieure et une amélioration de la compétitivité-prix, due principalement à la récente dépréciation de l'euro.

Parmi les composantes de la demande intérieure du PIB, l'investissement total devrait être le plus durement touché par les conditions de financement tendues et l'atonie de l'activité mondiale sur l'ensemble de l'horizon de projection. L'investissement privé non résidentiel devrait, en outre, être freiné par la baisse des marges bénéficiaires, alors que les projections relatives à l'investissement résidentiel traduisent également les corrections en cours sur les marchés de l'immobilier de certains pays de la zone euro. Après avoir ralenti pendant la plus grande partie de 2008, la croissance de l'investissement public devrait en revanche s'accélérer en 2009, soutenant ainsi l'investissement total. Globalement, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe devrait se situer dans une fourchette comprise entre 0,2 % et 1,2 % en 2008, entre -6,0 % et -3,0 % en 2009 et entre -2,4 % et 1,0 % en 2010.

La croissance de la consommation privée devrait elle aussi être faible sur la période à venir. Le profil projeté tient principalement aux évolutions du revenu réel disponible, qui devrait subir les effets de la contraction de l'emploi. La progression modeste attendue de la consommation reflète aussi une nouvelle augmentation de l'épargne de précaution sur la période 2008-2009, sous l'effet de la forte incertitude économique, de la hausse du chômage et de la baisse des prix des actions et des biens immobiliers résidentiels. La consommation publique s'accroîtrait quant à elle à un rythme plus soutenu sur l'horizon de projection.

À l'instar de la demande intérieure et des exportations, la croissance des importations de la zone euro devrait ralentir en 2008 et 2009. Les importations devant progresser à un rythme plus faible que les exportations, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance du PIB sur l'ensemble de l'horizon de projection.

L'emploi devrait s'inscrire en recul durant l'horizon de projection, sous l'effet de l'atonie de l'activité économique ressortant des projections. En 2009, la demande de main-d'œuvre devrait également être affectée par la hausse des salaires réels, due aux reconductions de conventions collectives conclues précédemment. Par ailleurs, les perspectives relatives à l'investissement en logements laissent entrevoir une contribution négative de la construction à la progression de l'emploi. Sur la période 2009-2010, la main-d'œuvre devrait croître à des taux très inférieurs à ceux enregistrés depuis 2002, principalement en raison de l'effet du « travailleur découragé » induit par le ralentissement conjoncturel, mais aussi du tassement de la croissance de la population en âge de travailler. Au vu des projections en matière d'emploi et des hypothèses concernant la main-d'œuvre, le taux de chômage devrait augmenter sensiblement sur l'horizon de projection.

## PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

La hausse annuelle de l'IPCH a atteint un point haut de 4,0 % en juillet 2008. Grâce à la baisse des cours des matières premières et dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques, la progression de l'IPCH en moyenne annuelle devrait ralentir fortement pour revenir d'un niveau compris entre 3,2 % et 3,4 % en 2008 à une fourchette allant de 1,1 % à 1,7 % en 2009, avant de repartir en hausse en 2010 et s'inscrire entre 1,5 % et 2,1 %. La projection d'une courbe d'inflation en forme de « U » traduit essentiellement les effets des hausses antérieures des prix des matières premières (voir encadré n° 6, troisième partie, du présent *Bulletin mensuel*). L'IPCH hors énergie devrait quant à lui suivre une trajectoire baissière plus régulière sur l'horizon de projection.

En détail, les tensions extérieures sur les prix devraient diminuer jusque fin 2009, à la suite principalement des évolutions passées et à venir des prix des matières premières. Par la suite, les effets contraires de la récente dépréciation de l'euro sur les prix à l'importation devraient prévaloir, se traduisant par des hausses légèrement plus sensibles des prix à l'importation en 2010.

En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, la progression estimée des salaires par personne employée s'est accélérée nettement en 2008. Cette augmentation découle d'accords salariaux sensiblement revus à la hausse dans les secteurs privé et public. À l'avenir, les salaires par personne employée devraient croître à un rythme un peu plus modéré sur la période 2009-2010, dans un environnement de marchés du travail atones et d'une concurrence internationale renforcée. Sous l'effet de l'accélération des évolutions salariales et, dans une moindre mesure, du ralentissement conjoncturel de la croissance de la productivité, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait, après une forte accélération en 2008, se modérer en 2009 et 2010 en liaison avec une décélération des salaires et un rebond de la productivité. Après des années de progression sensible, les marges bénéficiaires devraient s'inscrire en recul en 2008 et 2009, ce qui permettra d'absorber en partie les tensions inflationnistes résultant de coûts de main-d'œuvre unitaires plus élevés et d'une croissance plus vive des prix à l'importation due à l'accroissement de la concurrence et au ralentissement de l'activité. Les marges bénéficiaires devraient repartir en hausse en 2010 en phase avec la reprise économique et l'accélération progressive de la croissance du PIB.

#### COMPARAISON AVEC LES PROJECTIONS PUBLIÉES EN SEPTEMBRE 2008

S'agissant de la croissance du PIB en volume, les fourchettes projetées pour 2008 et 2009 ont été corrigées sensiblement à la baisse par rapport à l'intervalle retenu dans les projections publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de septembre 2008. Les révisions sont particulièrement importantes pour 2009. Ces variations reflètent à la fois des perspectives économiques à court terme beaucoup plus faibles et les effets renouvelés, internes et externes, des turbulences financières en cours sur l'horizon de projection.

En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les intervalles de projection sont inférieurs à ceux retenus en septembre 2008 pour 2008 et surtout 2009. Les corrections tiennent principalement à de nettes révisions en baisse des hypothèses relatives aux prix des produits énergétiques et des produits de base alimentaires, mais reflètent aussi l'incidence de la faiblesse de l'activité sur la formation des prix et des salaires.

**Tableau 2 Comparaison avec les projections publiées en septembre 2008**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2007	2008	2009
PIB en volume – septembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
PIB en volume – décembre 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
IPCH – septembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
IPCH – décembre 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

#### 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 d'autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau).

Les prévisions actuellement disponibles des autres institutions tablent sur une croissance du PIB en volume de la zone euro comprise entre 1,0 % et 1,2 % en 2008, entre -0,6 % et 0,3 % en 2009 et entre 0,9 % et 1,6 % en 2010. La plupart des prévisions de croissance disponibles sont donc globalement conformes aux intervalles projetés par l'Eurosystème.

En ce qui concerne l'inflation, les prévisions anticipent une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 3,4 % et 3,5 % en 2008, entre 1,4 % et 2,2 % en 2009 et entre 1,3 % et 2,1 % en 2010. Un certain nombre de prévisions s'inscrivent en dehors de l'intervalle de projection de l'Eurosystème pour 2009, probablement parce qu'elles ont été finalisées à un moment où les prix du pétrole étaient plus élevés et sont basées, par conséquent, sur des hypothèses plus hautes de cours des matières premières.

### 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		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	novembre 2008	1,2	-0,5	n.d.	3,5	1,9	n.d.
Commission européenne	octobre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	octobre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus économique	novembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCDE	novembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Projections des services de l'Eurosystème	décembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (automne 2008) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, novembre 2008, pour le PIB et Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2008, pour l'IPCH ; Perspectives économiques de l'OCDE n° 84, novembre 2008 (édition préliminaire) ; 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, 2008

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.