



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Encadré

## PROJECTIONS MACROECONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ETABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE

Les perspectives économiques actuelles sont très incertaines, car elles dépendent fortement des décisions politiques à venir ainsi que de la réaction des agents du secteur privé et des marchés financiers. Dans ce contexte, les services de la BCE ont réalisé, sur la base des informations disponibles au 24 août 2012, des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'inscrire entre -0,6 % et -0,2 % en 2012 et entre -0,4 % et 1,4 % en 2013. L'inflation devrait se situer entre 2,4 % et 2,6 % en 2012 et entre 1,3 % et 2,5 % en 2013.

### Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours 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 16 août 2012.

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 0,6 % en 2012 et 0,3 % en 2013. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 4,0 % en 2012 et 4,2 % en 2013. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et les répercussions progressives des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites à court et à long terme appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient atteindre un plancher, les taux à long terme se situant à un point bas vers la mi-2012 et les taux à court terme atteignant un creux vers la fin 2012. Les conditions du crédit devraient peser sur l'activité économique dans la zone euro en 2012 et en 2013.

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 brut Brent devrait s'établir, en moyenne annuelle, à 111,7 dollars en 2012 et 107,3 dollars en 2013. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie<sup>2</sup> devraient quant à eux diminuer de 8,3 % en 2012 et de 0,3 % en 2013.

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés 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 1,26 en 2012 et de 1,23 en 2013 ainsi qu'un taux de change effectif moyen de l'euro se dépréciant de 6,3 % en 2012 et de 2,1 % en 2013.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être

<sup>1</sup> Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosystème, 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'Eurosystème, 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.

<sup>2</sup> 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 2013 et évoluent par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour 2012, des mesures d'assainissement vigoureuses sont prévues, dont des hausses de la fiscalité dans plusieurs pays. En revanche, en 2013, les mesures sont plus modestes et se concentrent plus sur le volet dépenses.

### Hypothèses relatives à l'environnement international

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer, pour passer de 3,8 % en 2012 à 4,0 % en 2013. Bien que les dernières publications des données relatives à la croissance du PIB en volume pour le deuxième trimestre 2012 confirment un ralentissement assez synchronisé de l'activité mondiale, celle-ci devrait progressivement repartir au second semestre 2012, soutenue par l'amélioration des conditions de financement dans un contexte caractérisé par des politiques monétaires accommodantes. Toutefois, le rythme de croissance des grandes économies avancées devrait être freiné par l'atonie des marchés du travail et du logement de ces économies ainsi que par la nécessité de poursuivre le redressement des bilans tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Dans les économies émergentes, la croissance s'est récemment ralentie mais demeure solide, contribuant ainsi largement à l'activité économique mondiale. La croissance de la demande extérieure de la zone euro devrait s'établir à 4,2 % en 2012 et à 5,8 % en 2013.

### Projections de croissance du PIB en volume

Le PIB en volume a reculé de 0,2 % au cours du deuxième trimestre 2012 après avoir stagné le trimestre précédent. L'atonie persistante de l'activité, qui s'est installée au printemps 2011, reflète dans une large mesure la fragilité de la demande intérieure, qui contrecarre largement les contributions positives externes à la croissance. Au second semestre 2012, le PIB en volume devrait s'inscrire en léger recul dans la mesure où l'incidence négative du prix élevé des matières premières, le resserrement des politiques budgétaires, les faibles indices de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et les conditions de crédit défavorables dans certains pays continuent de peser sur l'activité. À plus long terme, la croissance du PIB en volume devrait progressivement s'accélérer en 2013. Dans un premier temps, les exportations devraient être soutenues par l'amélioration progressive de l'environnement extérieur et de la compétitivité. La reprise devrait également être confortée par l'incidence favorable du très faible niveau des taux d'intérêt à court terme sur la demande privée et par les répercussions sur le revenu réel disponible du ralentissement prévu de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les mesures mises en œuvre pour rétablir le bon fonctionnement du système financier devraient également renforcer la demande intérieure. Toutefois, la poursuite de la restructuration des bilans et les conditions financières défavorables dans certains pays de la zone euro devraient continuer de freiner la reprise prévue sur l'horizon de prévision. Globalement, le rebond projeté devrait être relativement lent au regard des évolutions sur longue période, se traduisant par un écart de production négatif tout au long de l'horizon de projection. Sur une base annuelle, le PIB en volume progresserait à un rythme compris entre -0,6 % et -0,2 % en 2012 et entre -0,4 % et 1,4 % en 2013.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, la croissance des exportations hors zone euro devrait s'accélérer au second semestre 2012 et redoubler de vigueur par la suite, reflétant principalement le renforcement progressif de la demande extérieure de la zone euro et des gains de compétitivité-prix. Pendant le reste de 2012, l'investissement productif devrait baisser en raison des incertitudes accrues et de la faible confiance ainsi que des conditions défavorables de l'offre de crédit dans certains pays. Il devrait redémarrer en 2013, grâce au raffermissement de la demande intérieure et extérieure, au très faible niveau des taux d'intérêt, aux perspectives de baisse des tensions sur les coûts et à l'accroissement des marges bénéficiaires. L'investissement résidentiel devrait également diminuer à court terme avant de légèrement se reprendre à compter de la fin 2012. La nécessité de nouveaux ajustements afin de corriger les excès observés par le passé sur les marchés immobiliers de certains pays devrait continuer de peser sur l'investissement résidentiel. Toutefois, ces effets défavorables devraient être compensés, ne serait-ce que

partiellement, par l'attractivité relative accrue de ce type d'investissement dans certains pays où il est fortement soutenu par le niveau historiquement bas des taux hypothécaires. Quant à l'investissement public, il devrait baisser tout au long de l'horizon de projection, en raison des programmes d'assainissement budgétaire mis en place dans plusieurs pays de la zone euro.

La consommation privée devrait s'inscrire en baisse tout au long de 2012, traduisant un recul du revenu réel disponible, en raison de la contraction de l'emploi et de la rémunération réelle par personne occupée, des mesures d'assainissement budgétaire et de la faiblesse des revenus hors travail. Une réduction du taux d'épargne, tenant au lissage par les ménages de leur consommation dans le temps, devrait partiellement compenser cette contraction du revenu réel disponible. Cependant, la baisse du taux d'épargne devrait être atténuée par la hausse continue du taux de chômage et le faible indice de confiance des consommateurs, susceptibles de renforcer l'épargne de précaution. En 2013, la consommation privée devrait progresser faiblement, traduisant un rebond du revenu réel disponible lié à l'estompement progressif de l'incidence négative des facteurs mentionnés ci-dessus et à l'atténuation des tensions sur les cours des matières premières. La consommation publique devrait ralentir en 2012 et en 2013 en raison des efforts d'assainissement budgétaire.

Après un recul lors du premier semestre 2012, les importations extra-zone euro devraient rebondir au second semestre de l'année et s'affermir par la suite, même si elles seraient toujours freinées par la faible demande mondiale. Reflétant le plus grand dynamisme des exportations, le commerce extérieur devrait apporter une contribution nettement positive à la croissance du PIB en volume tout au long de l'horizon de projection. Le compte courant, qui était équilibré en 2011, devrait enregistrer un surplus de plus en plus large sur l'horizon de projection sous l'effet d'une augmentation de l'excédent commercial.

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

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
IPCH	2,7	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
PIB en volume	1,5	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Consommation privée	0,2	-1,1 – -0,7	-0,8 – 0,8
Consommation publique	-0,3	-0,8 – -0,2	-0,8 – 0,4
FBCF	1,5	-4,1 – -2,5	-1,7 – 2,7
Exportations (biens et services)	6,4	1,8 – 4,4	1,1 – 8,1
Importations (biens et services)	4,2	-1,3 – 1,3	0,3 – 7,1

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.

### Projections en matière de prix et de coûts

Le taux d'inflation globale, qui s'établissait à 2,6 % en août, devrait rester au-dessus de 2 % tout au long de 2012 en raison des prix élevés de l'énergie, de la dépréciation de l'euro et des hausses de la fiscalité indirecte dans certains pays. Il devrait s'établir entre 2,4 % et 2,6 % en moyenne en 2012. En 2013, le taux d'inflation devrait reculer entre 1,3 % et 2,5 %, principalement du fait des prix de l'énergie, dont les hausses devraient sensiblement s'atténuer au cours de l'horizon de projection, traduisant le recul progressif prévu des cours du pétrole. La hausse des prix des produits alimentaires devrait également s'estomper en 2013. La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait rester

globalement stable sur l'horizon de projection. Les tensions à la hausse liées à la récente dépréciation de l'euro et aux relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés dans certains pays devraient être globalement compensées par des pressions à la baisse résultant d'un contexte de faible demande intérieure et de taux de chômage élevé.

De manière plus détaillée, les tensions sur les prix d'origine externe, renforcées précédemment par la hausse des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro, devraient diminuer sur l'horizon de projection. En particulier, les hypothèses relatives à une stabilisation du cours de change de l'euro et à une baisse des prix du pétrole impliquent une diminution progressive du taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation. En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, le taux de progression annuel de la rémunération par tête devrait ralentir en 2012 et rester faible en 2013, traduisant une détérioration de la situation sur les marchés du travail et les mesures d'assainissement budgétaire dans certains pays. Dans la mesure où les salaires devraient enregistrer une hausse moins forte que les prix en 2012, la rémunération réelle par personne occupée devrait diminuer avant de se stabiliser en 2013, restant toutefois bien en-deçà du rythme de hausse de la productivité. La croissance des coûts salariaux unitaires devrait s'accroître en 2012 avant de ralentir en 2013, principalement sous l'effet de l'évolution de la productivité. L'indicateur de marges bénéficiaires devrait s'inscrire en baisse en 2012, amortissant l'augmentation des coûts salariaux unitaires dans un contexte de faible demande. Par la suite, la baisse des coûts salariaux et l'amélioration des conditions économiques devraient soutenir le redressement des marges bénéficiaires. Dans le cadre des plans d'assainissement budgétaire, les relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte devraient largement contribuer à la hausse de l'IPCH en 2012 et en 2013.

#### Comparaison avec les projections de juin 2012

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans le *Bulletin mensuel* de juin 2012, les intervalles de projection pour la croissance du PIB en volume de la zone euro ont été revus à la baisse pour 2012 et 2013. La plupart des révisions à la baisse se rapportent aux deux derniers trimestres 2012, impliquant un acquis de croissance négatif pour 2013. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les intervalles de projection pour 2012 et 2013 sont légèrement supérieurs à ceux retenus dans les projections de juin 2012, traduisant principalement les répercussions de la dépréciation de l'euro.

**Tableau B Comparaison avec les projections publiées en juin 2012**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB en volume – juin 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
PIB en volume – septembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
IPCH – juin 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
IPCH – septembre 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

#### 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 des 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 -0,5 % et -0,1 % en 2012, soit un niveau proche de l'intervalle de projection de la BCE. Les prévisions disponibles pour 2013 se situent entre 0,3 % et 1,0 %, ce qui correspond à l'intervalle de projection des services de la BCE. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions disponibles tablent sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 2,0 % et 2,4 % en 2012, soit un niveau inférieur à l'intervalle de projection de la BCE. Pour 2013, les prévisions disponibles indiquent une progression de l'IPCH allant de 1,6 % à 1,9 %, cet intervalle se situant à l'intérieur de la fourchette projetée 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	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	mai 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Commission européenne	mai 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
FMI	juillet 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	août 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus économique	août 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Baromètre de la zone euro	août 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Projections des services de la BCE	septembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2012) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, juillet 2012, pour la croissance du PIB en volume, et Perspectives de l'économie mondiale, avril 2012, pour l'inflation ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2012 ; Consensus économique ; MJEconomics et enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Notes : 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, 2012

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.