



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

## PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTEME

Sur la base des informations disponibles au 25 novembre 2011, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. L'activité économique au sein de la zone euro s'est affaiblie au second semestre 2011. Cette évolution s'explique par le fléchissement de la demande mondiale et la détérioration substantielle de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs ces derniers mois, dans un contexte caractérisé par des incertitudes accrues résultant de l'intensification des tensions sur les marchés financiers, marqués par une baisse sensible des cours boursiers et une dégradation des conditions de financement dans un nombre croissant de pays de la zone euro. En supposant que la crise financière ne s'aggrave pas, la croissance du PIB en volume devrait rebondir au cours de l'année 2012 et s'améliorer encore légèrement en 2013. Toutefois, la reprise devrait être freinée par la restructuration des bilans opérée dans de nombreux secteurs et les conditions de financement défavorables prédominant dans une grande partie de la zone euro sur l'horizon de projection. Parallèlement, la reprise devrait être confortée par un raffermissement de la demande mondiale et le fléchissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, soutenant les revenus réels, ainsi que par l'incidence favorable sur la demande intérieure du niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et des mesures mises en œuvre pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 1,5 % et 1,7 % en 2011, entre -0,4 % et 1,0 % en 2012 et entre 0,3 % et 2,3 % en 2013. La hausse de l'IPCH dans la zone euro demeurerait élevée à court terme, mais fléchirait nettement par la suite. La hausse moyenne de l'IPCH global s'inscrirait entre 2,6 % et 2,8 % en 2011, entre 1,5 % et 2,5 % en 2012 et entre 0,8 % et 2,2 % en 2013. Ce profil d'évolution traduit largement des effets de base à la baisse sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires en 2012 ainsi que les hypothèses de cours des matières premières stables ou en recul. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie ne devrait progresser que légèrement sur l'horizon de projection, reflétant la relative faiblesse de la demande intérieure et l'évolution modérée des coûts de main-d'œuvre.

### Encadré 1

#### HYPOTHÈSES TECHNIQUES RELATIVES AUX TAUX D'INTÉRÊT, AUX TAUX DE CHANGE, AUX PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET AUX POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 17 novembre 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 1,4 % en 2011, 1,2 % en 2012 et 1,4 % 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 4,4 % en 2011, 5,3 % en 2012 et 5,6 % en 2013. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché aux taux d'intérêt débiteurs, les taux des prêts bancaires tant à court terme qu'à long terme devraient se tendre encore progressivement sur l'ensemble de l'horizon de projection. Globalement,

<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 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 conditions du crédit pour l'ensemble de la zone euro devraient peser sur l'activité. 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 111,5 dollars en 2011, 109,4 dollars en 2012 et 104,0 dollars en 2013. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux augmenter de 17,8 % en 2011, baisser de 7,3 % en 2012 et progresser de 4,3 % 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 1,40 en 2011 et de 1,36 en 2012 et en 2013 ainsi qu'un taux de change effectif moyen de l'euro demeurant inchangé en 2011 et se dépréciant de 0,9 % en 2012.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 25 novembre 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 quatrième trimestre 2012 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La dynamique de la croissance mondiale s'est affaiblie au cours de l'année 2011. Au second semestre, l'impulsion positive donnée par la résorption des perturbations de la chaîne d'approvisionnement au lendemain des catastrophes naturelles survenues au Japon a été contrecarrée par le regain de tensions sur les marchés financiers mondiaux, largement imputable à l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et aux préoccupations croissantes concernant la soutenabilité budgétaire dans d'autres grandes économies avancées. Cette évolution a entraîné une érosion de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise au niveau mondial. À plus long terme, une reprise progressive est attendue, bien que certains facteurs défavorables, tels que la nécessité de poursuivre le redressement des bilans et la faiblesse du marché de l'immobilier et du marché du travail dans certaines grandes économies avancées, laissent entrevoir une longue période de croissance atone, en particulier dans ces économies, ce qui freinera le rythme de la reprise mondiale. Dans les économies émergentes, la croissance demeure assez soutenue, mais devrait perdre de sa vigueur, en raison du resserrement antérieur des politiques économiques visant à atténuer les déséquilibres financiers et les tensions sur les prix, et à la suite du fléchissement attendu de la demande étrangère et des répercussions défavorables des turbulences financières mondiales. La progression du PIB mondial en volume hors zone euro, qui avait atteint 5,7 % en 2010, devrait revenir à 4,1 % en 2011 et à 3,9 % en 2012, avant d'augmenter à 4,5 % en 2013. La croissance de la demande extérieure de la zone euro se ralentirait, retombant de 11,8 % en 2010 à 6,4 % en 2011 et 4,8 % en 2012. Par la suite, elle s'accélélerait pour s'inscrire à 6,9 % en 2013.

## PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Le PIB en volume de la zone euro n'a progressé que modérément au troisième trimestre 2011, augmentant de 0,2 % en glissement trimestriel, soit un taux identique à celui enregistré au deuxième trimestre. Alors qu'un certain nombre de facteurs temporaires – tant mondiaux qu'internes – ont pesé sur l'activité au deuxième trimestre 2011, la faible dynamique de fond de la croissance observée ces derniers mois dans la zone euro a reflété de plus en plus l'incidence de la crise de la dette souveraine au sein de la zone et le durcissement concomitant de l'orientation budgétaire dans certains pays de la zone euro. Sur le plan intérieur, les répercussions défavorables de la montée des incertitudes liées à l'intensification des tensions sur les marchés financiers de la zone euro se sont traduites par une détérioration sensible de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, une forte baisse des cours boursiers dans l'ensemble de la zone et une dégradation des conditions de financement pour les ménages et les sociétés

non financières dans un certain nombre de pays. La demande étrangère s'étant également affaiblie en 2011, les facteurs externes ne devraient pas contrebalancer, à court terme, l'incidence négative de ces facteurs internes. À plus long terme, en supposant que la crise financière ne s'intensifie pas davantage, la croissance du PIB en volume devrait rebondir au cours de l'année 2012 et s'améliorer encore légèrement en 2013. Toutefois, la reprise devrait être freinée, sur l'horizon de projection, par la restructuration des bilans opérée dans de nombreux secteurs et par les conditions de financement défavorables qui prédominent dans nombre de pays de la zone euro. Parallèlement, la reprise devrait être confortée par un raffermissement de la demande mondiale et le fléchissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, soutenant les revenus réels, ainsi que l'incidence favorable sur la demande intérieure du niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et des mesures mises en œuvre pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. Globalement, la reprise devrait être lente. Sur une base annuelle, le PIB en volume de la zone euro devrait augmenter entre 1,5 % et 1,7 % en 2011, entre -0,4 % et 1,0 % en 2012 et entre 0,3 % et 2,3 % en 2013.

De façon plus détaillée, la croissance de la consommation privée dans la zone euro devrait être assez modérée jusqu'à mi-2012, en raison principalement de la faible hausse du revenu réel disponible, et s'accélérer légèrement par la suite. La progression du revenu disponible nominal serait freinée par la croissance atone de l'emploi, conjuguée aux hausses modérées des salaires et des revenus de transferts, sur lesquels devrait peser le resserrement budgétaire mis en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro. Bien que l'incidence défavorable du renchérissement passé des matières premières ait contenu l'augmentation du revenu réel disponible, les tensions exercées par les cours des matières premières devraient s'atténuer, soutenant ainsi progressivement la dynamique du revenu réel disponible. Le taux d'épargne de la zone euro demeurerait globalement inchangé par rapport à son niveau actuel sur le reste de l'horizon de projection. Cette évolution s'explique par le fait que l'incidence à la hausse exercée sur le taux d'épargne par la montée des incertitudes et l'affaiblissement de la confiance devrait être globalement compensée par la nécessité de réduire l'épargne afin de lisser la consommation, en raison de la faiblesse de l'évolution du revenu réel. Sous l'effet de l'expansion peu dynamique de l'emploi, le taux de chômage de la zone euro devrait augmenter légèrement au cours de l'année 2012 et diminuer lentement par la suite.

L'investissement privé non résidentiel dans la zone euro devrait être affecté par la persistance de conditions de financement défavorables dans certains pays de la zone, dans un contexte d'incertitude élevée. Il marquerait le pas à court terme et se redresserait progressivement sur le reste de l'horizon de projection, soutenu par le renforcement de la croissance des exportations, le raffermissement modéré de la demande intérieure et la rentabilité relativement élevée du capital. La croissance de l'investissement résidentiel devrait être encore plus faible en raison de l'effet modérateur des corrections en cours sur le marché immobilier de certains pays – qui se traduisent également par une évolution assez modeste des prix de l'immobilier. Sous l'effet des mesures d'assainissement budgétaire annoncées dans plusieurs pays de la zone euro, les investissements publics diminueraient sensiblement en 2011 et 2012, avant de se stabiliser en 2013.

Reflétant l'évolution de la demande extérieure, le rythme de progression des exportations devrait se ralentir à court terme et s'accélérer progressivement au cours de l'année 2012. La croissance des importations devrait connaître une évolution similaire. Globalement, traduisant l'expansion légèrement plus vive des exportations à partir de début 2012, le commerce extérieur apporterait une contribution positive à la croissance trimestrielle du PIB sur l'horizon de projection.

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

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

	2010	2011	2012	2013
IPCH	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
PIB en volume	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Consommation privée	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Consommation publique	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
FBCF	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Exportations (biens et services)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Importations (biens et services)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

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.

2) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant l'Estonie, sauf en ce qui concerne l'IPCH pour 2010. La variation annuelle moyenne en pourcentage de l'IPCH pour 2011 est calculée sur la base d'une composition de la zone euro en 2010 comprenant déjà l'Estonie.

La croissance potentielle devrait avoir subi le contrecoup de la crise actuelle, mais l'ampleur exacte de cette incidence reste très incertaine. La faiblesse persistante de l'activité réduira probablement encore la croissance potentielle du PIB. Toutefois, compte tenu des faibles perspectives de croissance, l'écart de production négatif devrait s'accroître en 2012 avant de se resserrer légèrement en 2013.

## PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

Sous l'effet du renchérissement passé des matières premières et, dans une certaine mesure, du relèvement de la fiscalité indirecte, l'inflation globale dans la zone euro mesurée par l'IPCH demeurerait supérieure à 2 % au premier trimestre 2012. Par la suite, elle devrait se modérer considérablement. Cette évolution reflète dans une large mesure la forte baisse de la contribution des prix de l'énergie, à la suite de l'atténuation de l'incidence des hausses antérieures des cours du pétrole et du recul progressif prévu des cours du pétrole brut sur l'horizon de projection. La hausse des prix des produits alimentaires devrait se modérer à partir de la mi-2012, dès que les tensions qui font actuellement sentir leurs effets se seront entièrement répercutées. En dernier lieu, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ne devrait progresser que légèrement, reflétant la relative faiblesse de la demande intérieure et l'évolution modérée des coûts de main-d'œuvre. La hausse moyenne de l'IPCH global s'établirait entre 2,6 % et 2,8 % en 2011, entre 1,5 % et 2,5 % en 2012 et entre 0,8 % et 2,2 % en 2013.

De manière plus détaillée, les tensions sur les prix d'origine externe se sont atténuées et devraient diminuer sensiblement sur l'horizon de projection, en raison principalement de la stabilisation ou de la baisse des cours des matières premières. Du fait, en partie, du ralentissement de la croissance des échanges internationaux et du recul de l'inflation mondiale, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation, qui a atteint un pic début 2011, devrait diminuer fortement en 2012 et baisser encore légèrement en 2013. En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, la hausse annuelle de la rémunération par tête se ralentirait au cours du premier semestre 2012, traduisant dans une large mesure un « effet de base » lié à des paiements exceptionnels effectués au premier semestre 2011. Au second semestre 2012, la progression annuelle de la rémunération par tête devrait s'accélérer et se stabiliser par la suite. Cette évolution reflète l'incidence de facteurs agissant en sens opposé. D'une part, les tensions à la hausse découleraient de l'accentuation passée du rythme d'augmentation des prix à la consommation. D'autre part, le ralentissement général de l'activité économique et l'atonie persistante du marché du travail devraient exercer des pressions à la baisse sur les salaires. Compte tenu de la hausse assez élevée des prix à la consommation enregistrée cette année, la rémunération réelle par personne occupée devrait diminuer en 2011 et 2012, et se redresserait légèrement par la suite. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre s'accroîtrait légèrement en 2012 et s'atténuerait l'année suivante. Cette évolution traduit le fléchissement conjoncturel de la croissance de la productivité en 2012 – l'expansion de l'activité s'affaiblissant sensiblement et la croissance de l'emploi ne s'ajustant que partiellement – et l'accélération

qui s'ensuit en 2013. L'accroissement des marges bénéficiaires demeurerait faible tout au long de 2011 et 2012, en liaison avec la faiblesse de la demande globale et l'accélération des coûts unitaires de main-d'œuvre. En 2013, les marges bénéficiaires devraient se redresser avec le raffermissement de l'activité. Les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés devraient contribuer substantiellement à la hausse de l'IPCH en 2011 et en 2012, sous l'effet de l'assainissement budgétaire en cours dans plusieurs pays de la zone euro. L'incidence en 2013 serait plus faible, mais cette projection reflète en partie le manque d'informations détaillées concernant les mesures budgétaires pour cette année-là.

## COMPARAISON AVEC LES PROJECTIONS PUBLIÉES EN SEPTEMBRE 2011

Par rapport aux projections macroéconomiques de la BCE publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de septembre 2011, la fourchette de projection pour la croissance du PIB en volume pour 2011 est plus étroite et l'intervalle établi pour 2012 a été revu sensiblement à la baisse. Ces révisions reflètent principalement l'incidence exercée sur la demande intérieure par l'affaiblissement de la confiance et la détérioration des conditions de financement – découlant du renforcement des incertitudes lié à la crise de la dette souveraine et des corrections à la baisse de la demande extérieure. Un resserrement budgétaire supplémentaire et un durcissement des conditions de financement dans certains pays de la zone euro ont également entraîné des révisions à la baisse des perspectives de croissance du PIB en volume à moyen terme. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les fourchettes de projection pour 2011 et 2012 ont été revues légèrement à la hausse, en raison de l'incidence haussière de cours du pétrole plus élevés, exprimés en euros, et d'une contribution plus importante de la fiscalité indirecte. L'effet à la hausse de ces facteurs devrait plus que compenser l'incidence à la baisse des ajustements des marges bénéficiaires et de la croissance des salaires, liés à la révision à la baisse de l'activité.

Tableau 2 Comparaison avec les projections publiées en septembre 2011

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

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

### 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 1,5 % et 1,6 % en 2011, entre 0,2 % et 1,1 % en 2012 et entre 1,3 % et 1,6 % en 2013. L'ensemble de ces prévisions s'inscrivent à l'intérieur ou sont très proches 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 2,5 % et 2,7 % en 2011, entre 1,5 % et 1,8 % en 2012 et entre 1,2 % et 1,8 % en 2013. L'ensemble de ces prévisions se situent à l'intérieur ou sont très proches de l'intervalle de projection de l'Eurosystème. Les projections pour 2012 s'inscrivent dans la moitié inférieure des fourchettes de projection de 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	2013	2011	2012	2013
FMI	septembre 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	novembre 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus économique	novembre 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OCDE	novembre 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Commission européenne	novembre 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Projections des services de l'Eurosystème	décembre 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (automne 2011) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 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.