



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

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

Sur la base des informations disponibles au 23 novembre 2012, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. Après un léger fléchissement de l'activité au troisième trimestre 2012, le PIB en volume devrait encore diminuer légèrement à court terme. Ces perspectives à court terme reflètent la faiblesse de la demande extérieure et l'incidence négative cumulée exercée sur la demande intérieure par le climat de confiance morose suscité par les tensions sur les marchés financiers de la zone euro, l'assainissement budgétaire, le prix élevé des matières premières et le processus de désendettement du secteur privé. Dans l'hypothèse où les tensions sur les marchés financiers ne se renforcent pas, le PIB en volume devrait se redresser modestement pendant 2013, soutenu par l'incidence favorable d'un raffermissement de la demande extérieure et de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations, celle de l'orientation accommodante de la politique monétaire sur la demande intérieure privée et celle d'un recul de l'inflation sur le revenu réel disponible, principalement en raison de la baisse des prix des produits alimentaires et des matières premières. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre -0,6 % et -0,4 % en 2012, entre -0,9 % et 0,3 % en 2013 et entre 0,2 % et 2,2 % en 2014.

La progression de l'IPCH de la zone euro devrait ralentir sur l'horizon de projection. Le rythme de hausse moyen de l'IPCH global devrait se situer aux alentours de 2,5 % en 2012, entre 1,1 % et 2,1 % en 2013 et entre 0,6 % et 2,2 % en 2014. Cette diminution serait favorisée par une décélération des composantes produits alimentaires et énergie, soutenue par la baisse des prix des matières premières. La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait rester globalement stable sur l'horizon de projection.

### Encadré 1

#### HYPOTHÈSES TECHNIQUES CONCERNANT LES TAUX D'INTÉRÊT, LES TAUX DE CHANGE, LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET LES 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 15 novembre 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, à 0,2 % en 2013 et à 0,3 % en 2014. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 3,8 % en 2012, de 3,6 % en 2013 et de 4,0 % en 2014. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux des prêts bancaires tant à court terme qu'à long terme devraient atteindre un plancher en 2013 et se redresser ensuite progressivement. Les conditions du crédit devraient peser sur l'activité économique dans la zone euro en 2012 et en 2013 et être relativement neutres en 2014. 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 111,7 dollars en 2012, à 105,0 dollars en 2013 et à 100,5 dollars en 2014. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie

<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 complémentaires 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 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.

devraient quant à eux diminuer de 7,5 % en 2012 et de 1,5 % en 2013 et progresser ensuite de 3,3 % en 2014<sup>1</sup>.

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 1,28 tout au long de l'horizon de projection. Le taux de change effectif moyen de l'euro devrait se déprécier de 5,5 % en 2012 et de 0,9 % en 2013.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 23 novembre 2012. 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.

<sup>1</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 hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au quatrième trimestre 2013 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume devrait progressivement se raffermir, passant de 3,7 % en 2012 à 3,8 % en 2013 et à 4,5 % en 2014. Après un fléchissement de la dynamique de croissance au deuxième trimestre 2012, les données récentes relatives au PIB de certaines régions font état d'une reprise modeste de l'activité économique mondiale vers la fin de l'année. À moyen terme, le rythme de croissance de l'économie mondiale devrait être freiné par le caractère limité du rééquilibrage sectoriel dans les économies avancées et la nécessité d'y poursuivre le redressement des bilans tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Malgré les progrès réalisés dans certains domaines, en particulier sur le marché de l'immobilier aux États-Unis, les niveaux d'endettement demeurent élevés dans un certain nombre de grandes économies avancées. Dans les économies émergentes, la croissance a ralenti en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure et du resserrement antérieur des politiques économiques. Un assouplissement de la politique monétaire au cours des derniers mois, conjugué aux mesures de relance budgétaire prises dans certains pays et à l'amélioration des conditions de financement, devrait soutenir une reprise progressive de la croissance dans les économies émergentes. Les échanges internationaux seraient faibles à court terme et se raffermiraient progressivement au cours de l'année prochaine. En termes de taux de croissance annuel, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait s'établir à 3,4 % en 2012, à 3,7 % en 2013 et à 6,8 % en 2014.

## PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Dans la zone euro, le taux de croissance du PIB en volume a reculé au troisième trimestre 2012 de 0,1 %, après avoir fléchi de 0,2 % au trimestre précédent et avoir stagné au premier trimestre. La demande intérieure s'est contractée au cours des trois premiers trimestres de 2012. La consommation privée a été atone, reflétant la faiblesse du revenu disponible réel. En outre, dans un contexte de tensions sur les marchés financiers de la zone euro et de hausse du chômage, la fragile confiance des consommateurs semble avoir empêché une intensification du lissage de la consommation. Le faible niveau et la baisse du taux d'utilisation des capacités, la dégradation des perspectives de demande, le renforcement du climat d'incertitude et les conditions de crédit défavorables dans certains pays ont pesé sur l'investissement des entreprises. Les exportations nettes ont contribué de manière positive à la croissance au cours des trois premiers trimestres 2012, quoique cette évolution soit essentiellement due à l'atonie de la croissance des importations. En raison de l'incidence négative persistante de ces facteurs, le PIB en volume devrait continuer à baisser à court terme.

À plus long terme, dans l'hypothèse où les tensions régnant sur les marchés financiers ne se renforcent pas davantage, le PIB en volume de la zone euro devrait se stabiliser au cours du premier semestre 2013 et retrouver une croissance progressive par la suite. En 2013, la reprise progressive de la croissance des exportations, soutenue par le raffermissement de la demande extérieure et l'amélioration de la compétitivité, devrait apporter une contribution positive à la croissance du PIB en volume, les

importations restant modérées dans un contexte d'atonie de la demande globale. La reprise devrait également être favorisée par les retombées bénéfiques de l'orientation accommodante de la politique monétaire sur la demande intérieure privée et celles du recul de l'inflation sur le revenu réel disponible, résultant de la baisse des prix des produits alimentaires et des matières premières. Néanmoins, l'incidence défavorable exercée sur la demande intérieure par le renforcement du climat d'incertitude, l'assainissement budgétaire et la nécessité de désendettement qui persiste dans certains pays ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection. Globalement, le rebond projeté de l'activité devrait rester modéré au regard des évolutions passées. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre -0,6 % et -0,4 % en 2012, entre -0,9 % et 0,3 % en 2013 et entre 0,2 % et 2,2 % en 2014.

De manière plus détaillée, la croissance des exportations de la zone euro devrait être faible au cours du deuxième semestre 2012 et se renforcer ensuite, reflétant le raffermissement progressif de la demande extérieure. Après la reprise observée récemment, les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient quelque peu diminuer en 2013 et en 2014, renouant avec la tendance baissière de long terme. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter bien plus lentement que les exportations de la zone euro, en raison de l'atonie relative de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement privé non résidentiel dans la zone euro devrait sensiblement baisser à court terme, sous l'effet du renforcement du climat d'incertitude, de la morosité du climat des affaires, du faible niveau d'utilisation des capacités, de la médiocrité des perspectives de la demande et des conditions de crédit défavorables dans certains pays. Il devrait redémarrer plus tard au cours de l'horizon de projection, grâce au raffermissement de la demande intérieure et extérieure, au très faible niveau des taux d'intérêt, et à l'amélioration des marges bénéficiaires. La poursuite de la restructuration des bilans, le climat d'incertitude résultant des tensions sur les marchés financiers de la zone euro et les conditions financières défavorables dans certains pays de la zone devraient continuer de freiner la reprise prévue de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection. L'investissement résidentiel devrait reculer tout au long de l'horizon de projection, en raison de la faible progression du revenu disponible, de la fragilité de la confiance des consommateurs et, éventuellement, d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans certains pays. Ces effets défavorables devraient plus que compenser le caractère comparativement attrayant de ce type d'investissement dans certains autres pays où il est soutenu par le niveau historiquement bas des taux hypothécaires. Quant à l'investissement public, il devrait baisser jusqu'à la fin 2014, en raison des programmes d'assainissement budgétaire mis en place dans plusieurs pays de la zone euro.

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

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
IPCH <sup>2)</sup>	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
PIB en volume	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Consommation privée	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Consommation publique	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
FBCF	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Exportations (biens et services)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Importations (biens et services)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

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) L'écart égal à zéro affiché pour 2012 est dû aux arrondis.

La consommation privée devrait continuer de diminuer à court terme, traduisant un recul sensible du revenu réel disponible qui n'est que partiellement compensé par la forte baisse temporaire du taux d'épargne, les ménages s'efforçant de lisser leur consommation. Cette faiblesse du revenu réel disponible s'explique par une forte diminution de l'emploi et une augmentation des prix à la consommation se situant au-delà de celle de la rémunération nominale par personne occupée, par les mesures d'assainissement budgétaire dans certains pays de la zone euro et la faiblesse des revenus hors travail. Au cours de l'année 2013, la consommation privée devrait se stabiliser, traduisant une reprise modérée du revenu réel disponible lié à l'estompement progressif de l'incidence négative de l'assainissement budgétaire et des réductions de l'emploi et à l'atténuation des tensions sur les cours des matières premières, bénéfique pour les revenus réels. En 2014, la croissance de la consommation privée devrait connaître une reprise modérée, en raison d'un redressement des revenus du travail, sous l'effet de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Toutefois, une hausse progressive du taux d'épargne dès début 2013, traduisant l'atonie du marché du travail et l'interruption du lissage de la consommation par les ménages, devrait freiner la reprise de la consommation privée. La consommation publique devrait fléchir en 2012 et en 2013, en raison des efforts d'assainissement budgétaire et progresser faiblement en 2014.

Les importations de la zone euro devraient avoir baissé au second semestre de l'année et se raffermir dans le courant de l'année 2013, même si elles sont toujours freinées par la faible demande globale. Reflétant le plus grand dynamisme des exportations allant de pair avec la faible évolution des importations, le commerce extérieur devrait apporter une contribution positive à la croissance du PIB sur l'horizon de projection.

La croissance potentielle devrait avoir subi les conséquences de la morosité de l'activité, mais l'ampleur exacte de cette incidence reste très incertaine. La faiblesse persistante de l'emploi et de l'investissement pèsera probablement encore sur la croissance potentielle du PIB. Compte tenu des faibles perspectives de croissance du PIB en volume, l'écart de production négatif devrait s'agrandir en 2012 et en 2013 avant de se resserrer légèrement en 2014.

## PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

La hausse moyenne de l'IPCH global devrait ralentir, passant d'environ 2,5 % en 2012 à un niveau compris entre 1,1 % et 2,1 % en 2013 et entre 0,6 % et 2,2 % en 2014. Le repli de l'inflation en 2013 reflète principalement la forte décélération prévue de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, de celle des produits alimentaires. Le recul de la hausse des prix de l'énergie résulte essentiellement de l'atténuation prévue de l'incidence des augmentations antérieures des cours du pétrole et de la baisse progressive supposée des cours sur l'horizon de projection. De même, le ralentissement de la hausse des produits alimentaires repose sur l'hypothèse d'une légère détente des cours internationaux et européens des matières premières alimentaires, alors que l'incidence des hausses observées récemment s'atténue. En revanche, la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait rester globalement stable. Différentes évolutions des facteurs sous-jacents de cette mesure de l'inflation expliquent l'absence manifeste de comportement cyclique à cet égard. En 2012 et en 2013, des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés devraient exercer des pressions à la hausse sur l'inflation sous-jacente, compensant les pressions à la baisse découlant de la faible demande intérieure. En 2014, l'incidence de la hausse de la fiscalité devrait être faible, attribuable pour une part au peu d'informations disponibles actuellement pour cette année, alors qu'une résorption progressive de l'écart de production, en raison d'une reprise de l'activité, devrait limiter la progression des prix dans une moindre mesure.

Les tensions sur les prix d'origine externe se sont quelque peu renforcées ces derniers mois, sous l'effet du renchérissement du pétrole et des matières premières alimentaires. Les cours des matières premières devant baisser sur l'horizon des projections, le taux annuel moyen de variation du déflateur des prix à l'importation devrait fortement diminuer en 2013 et en 2014. En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, la hausse annuelle de la rémunération par tête devrait être globalement stable en 2013 et en 2014. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait enregistrer une reprise cette année et rester soutenue en 2013, sous l'effet d'une augmentation des salaires plus forte que la productivité, alors qu'elle

devrait se ralentir en 2014 en raison d'une hausse conjoncturelle de la productivité. Les marges bénéficiaires devraient s'inscrire en baisse en 2012 ainsi qu'en 2013, amortissant la plus forte augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un contexte de faible demande. Par la suite, la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre et l'amélioration de la situation économique devraient soutenir le redressement des marges bénéficiaires.

## COMPARAISON AVEC LES PROJECTIONS PUBLIÉES EN SEPTEMBRE 2012

Par rapport aux projections macroéconomiques de la BCE publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de septembre 2012, la limite supérieure de la fourchette de projection pour la croissance du PIB en volume en 2012 a été revue à la baisse, traduisant de plus faibles perspectives à court terme. La fourchette pour 2013 a également été révisée à la baisse, au vu des répercussions sur la demande intérieure de la poursuite de l'assainissement budgétaire dans certains pays de la zone euro et de l'incidence défavorable d'une contraction de la demande extérieure sur la croissance des exportations. En outre, ces projections entraînent une évaluation plus négative des effets du renforcement du climat d'incertitude lié aux tensions sur les marchés financiers de la zone euro sur la demande intérieure et, en particulier, sur la formation de capital fixe. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, la fourchette de projection s'est resserrée en 2012 et a été revue à la baisse pour 2013, en raison de l'appréciation antérieure de l'euro et du repli des cours du pétrole, exprimés en dollars.

**Tableau 2 Comparaison avec les projections publiées en septembre 2012**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB en volume – septembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
PIB en volume – décembre 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
IPCH – septembre 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
IPCH – Décembre 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

### 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'Eurosysteme, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes 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-après).

Les prévisions des autres institutions actuellement disponibles indiquent une contraction du PIB en volume de la zone euro comprise entre 0,5 % et 0,4 % en 2012, cet intervalle se situant à l'intérieur de la fourchette de projection de l'Eurosysteme. En 2013, le PIB en volume devrait enregistrer une croissance s'établissant entre -0,1 % et +0,3 %, ces chiffres s'inscrivant dans la moitié supérieure de la fourchette de projection de l'Eurosysteme. En 2014, le PIB en volume devrait croître de 1,2 % à 1,4 %, ce résultat se situant à l'intérieur de la fourchette de projection de l'Eurosysteme.

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 2,5 % en 2012, soit un résultat légèrement inférieur à aux projections de l'Eurosystème. En 2013 et en 2014, la hausse de l'IPCH s'inscrirait en moyenne entre, respectivement, 1,6 % et 1,9 % et 1,2 % et 1,9 %, ces chiffres se situant, pour ces deux années, à l'intérieur des fourchettes 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		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
FMI	Oct. 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Nov. 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus économique	Nov. 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Baromètre de la zone euro	Nov. 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OCDE	Nov. 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Commission européenne	Nov. 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
Projections des services de l'Eurosystème	Déc. 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2012 ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2012 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2012 ; Consensus économique ; MJEconomics et enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Notes : 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, 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.