



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Encadré

## PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE

Sur la base des informations disponibles au 23 février 2012, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013. L'inflation se situerait entre 2,1 % et 2,7 % en 2012 et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013.

### Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours des matières premières et les politiques budgétaires

Les hypothèses techniques 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 février 2012.

L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Ces taux d'intérêt sont mesurés par le taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies sur la base des taux à terme. Selon cette méthodologie, les taux d'intérêt à court terme devraient s'élever, en moyenne, à 0,9 % en 2012 et 2013. Les anticipations de marché relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 4,6 % en 2012 et 5,0 % 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 des prêts bancaires à court et à long terme octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient se détendre au cours des prochains trimestres, les taux des prêts à long terme se situant à un point bas à la mi-2012 et ceux des prêts à court terme atteignant un creux fin 2012. Les conditions de l'offre de crédit pour l'ensemble de la zone euro devraient être soutenues par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, tout en demeurant, d'une manière générale, relativement restrictives.

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 devrait s'établir, en moyenne annuelle, à 115,1 dollars en 2012 et 110,2 dollars en 2013. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie<sup>2</sup> devraient baisser de 3,1 % en 2012 et progresser de 3,8 % 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 du 16 février 2012. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,31 en 2012 et de 1,32 en 2013. Le taux de change effectif moyen de l'euro devrait se déprécier de 4,0 % en 2012 et demeurer inchangé en 2013. Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 22 février 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 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 premier trimestre 2013 et évoluent par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## Hypothèses relatives à l'environnement international

La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro), estimée à 4,1 % en 2011, devrait se ralentir, à 3,8 %, en 2012 et repartir en hausse, à 4,3 %, en 2013. Au second semestre 2011, le ralentissement économique mondial a été lié principalement à la contraction des revenus réels, attribuable à la hausse des cours des matières premières ainsi qu'à une incertitude élevée et à un renforcement de l'aversion au risque, qui ont engendré des tensions sur les marchés financiers mondiaux. Toutefois, les dernières données – en particulier celles concernant les États-Unis – semblent indiquer une certaine stabilisation conjoncturelle au tournant de l'année. En particulier, les premiers signes d'une stabilisation des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs ainsi qu'une légère détente de la situation sur les marchés financiers mondiaux confortent cette analyse. Les perspectives de croissance à moyen terme restent cependant moroses, en particulier dans les économies avancées, en raison principalement de la nécessité de poursuivre le redressement des bilans, ce qui représente un obstacle à la croissance. À cet égard, bien que le rééquilibrage de l'endettement du secteur privé soit en bonne voie, les niveaux d'endettement des ménages demeurent élevés dans plusieurs économies avancées. En outre, la réduction des dépenses publiques, visant à rétablir des soldes budgétaires soutenables, pèse également sur la demande intérieure dans un certain nombre d'économies avancées. En revanche, sur l'horizon de projection, le rythme de la croissance dans les économies émergentes demeurerait beaucoup plus soutenu que dans les économies avancées. Néanmoins, un ralentissement modeste, constaté dans les économies émergentes, devrait atténuer les risques de surchauffe observés précédemment dans plusieurs économies importantes de ce groupe de pays (par exemple en Chine). Dans l'ensemble, les pays émergents d'Asie devraient rester sur la voie d'un atterrissage en douceur, tandis que la croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale se ralentirait. Sous l'effet de la reprise de l'activité mondiale, l'expansion de la demande extérieure de la zone euro atteindrait 4,3 % en 2012 et 6,5 % en 2013.

## Projections de croissance du PIB en volume

La dynamique de la croissance du PIB en volume dans la zone euro s'est affaiblie courant 2011, le quatrième trimestre ayant été marqué par une chute de l'activité. Le ralentissement de la conjoncture économique au cours de l'année 2011 s'explique notamment par le fléchissement de l'activité mondiale, le niveau élevé des cours des matières premières et l'incidence défavorable de la crise de la dette souveraine dans la zone euro sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise ainsi que par la détérioration des conditions d'octroi du crédit et un nouveau resserrement de la politique budgétaire dans certains pays de la zone euro. Ces facteurs défavorables devraient continuer à peser sur l'activité au premier semestre 2012, mais leurs effets seront de plus en plus atténués par l'incidence favorable du renforcement de la demande étrangère, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et le soutien des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire. À plus long terme, en supposant que la crise financière ne s'intensifie pas de nouveau, la croissance du PIB en volume devrait se raffermir modérément au second semestre 2012 et continuer de s'améliorer légèrement en 2013, traduisant un renforcement progressif de la demande intérieure et l'incidence favorable du commerce extérieur en raison de la progression de la demande étrangère et de l'affaiblissement du taux de change. Le redressement de la demande intérieure devrait être conforté par le fléchissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, soutenant les revenus réels disponibles, et par les effets positifs du niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et des mesures mises en œuvre pour conforter le bon fonctionnement du système financier. Toutefois, la reprise devrait être freinée par plusieurs facteurs, à savoir la poursuite de l'assainissement budgétaire, les conditions défavorables de l'offre de crédit, qui ne se détendraient que progressivement, et la restructuration des bilans, qui n'est pas encore achevée dans de nombreux secteurs. La croissance du PIB en volume devrait dépasser son niveau potentiel à la fin de l'horizon de projection, entraînant un resserrement de l'écart de production négatif. Dans l'ensemble, la reprise devrait être lente. Sur une base annuelle, le PIB en volume de la zone euro progresserait à un rythme compris entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013.

En examinant plus en détail les composantes de la demande, il apparaît que la croissance des exportations vers les pays hors zone euro devrait redémarrer courant 2012 et s'accélérer en 2013, en raison principalement de l'évolution de la demande extérieure adressée à la zone euro et du renforcement de la compétitivité lié à la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. L'investissement productif devrait diminuer à court terme et se redresser progressivement en 2013, soutenu par le renforcement de la croissance des exportations, le redressement de la demande intérieure, le bas niveau des taux d'intérêt et la rentabilité relativement élevée du capital. L'investissement résidentiel demeurerait très faible en 2012, et augmenterait progressivement en 2013. Alors que les corrections en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel de certains pays continuent de freiner la reprise, l'attrait des investissements immobiliers par rapport à d'autres formes de placements, perçues comme plus risquées, semble s'être accru dans d'autres pays. Les investissements publics diminueraient en 2012, avant de se stabiliser en 2013, comme le montrent les programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro.

La consommation privée aurait fléchi au quatrième trimestre 2011. Elle resterait plutôt modérée en 2012 et se redresserait progressivement par la suite. La croissance du revenu disponible nominal serait freinée, dans un premier temps, par la baisse et, par la suite, par une progression seulement modeste de l'emploi. En outre, les hausses des salaires et des transferts sociaux devraient être limitées en raison, pour une part, du resserrement budgétaire mis en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro. Toutefois, le revenu réel disponible bénéficiera avec le temps de l'atténuation attendue de l'incidence défavorable du renchérissement passé des matières premières. Le taux d'épargne baisserait légèrement sur l'horizon de projection. Cette évolution traduit l'anticipation selon laquelle, en dépit de la morosité qui devrait favoriser l'épargne, l'évolution défavorable du revenu réel pousse à un certain lissage de la consommation qui pèsera sur le taux d'épargne en 2012 et 2013. Le bas niveau des taux d'intérêt contribuerait également à un recul du taux d'épargne. La consommation publique réelle devrait rester atone sur l'horizon de projection, reflétant l'incidence des programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro.

Le rythme d'expansion des importations de la zone euro en provenance du reste du monde devrait s'accélérer progressivement sur l'horizon de projection. Les importations augmenteraient plus rapidement que la demande totale, une évolution globalement conforme à celle observée dans le passé. Traduisant la croissance légèrement plus vive des exportations, le commerce extérieur devrait apporter une contribution positive, quoiqu'en recul, à la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection.

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

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

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

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. 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.

## Projections en matière de prix et de coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le rythme de progression de l'IPCH global s'est établi à 2,7 % en février 2012, après s'être inscrit, en moyenne, à 2,7 % en 2011. Il devrait décélérer au cours des prochains trimestres. La hausse moyenne de l'IPCH global se situerait entre 2,1 % et 2,7 % en 2012, et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013. Cette modération s'explique dans une large mesure par la diminution de la contribution des prix de l'énergie, les cours du pétrole brut devant baisser progressivement sur l'horizon de projection et l'incidence de leurs hausses antérieures s'atténuera. L'augmentation de la composante produits alimentaires de la hausse de l'IPCH devrait également se modérer en 2012 et 2013. Cette évolution repose sur l'hypothèse d'une stabilité des prix des matières premières alimentaires au cours des prochains trimestres. En dernier lieu, la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait rester globalement stable sur l'horizon de projection. Les tensions sur les prix d'origine interne seraient faibles, en liaison avec la croissance atone de la demande intérieure et l'évolution modérée des coûts de main-d'œuvre, mais elles seraient globalement compensées par la pression à la hausse exercée par les relèvements prévus de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

De manière plus détaillée, les tensions sur les prix d'origine externe se sont amplifiées légèrement ces derniers mois, en raison principalement de la dépréciation de l'euro, qui s'est traduite notamment par une hausse des cours des matières premières exprimés en euros. Cette évolution devrait exercer des pressions à la hausse sur le déflateur des prix à l'importation au cours des prochains trimestres. Toutefois, ces facteurs seraient plus que contrebalancés par des effets de base baissiers, engendrés dans une large mesure par l'envolée des cours des matières premières en 2011. Par conséquent, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation devrait diminuer début 2012 et se replier encore légèrement en 2013. En ce qui concerne les tensions sur les prix d'origine interne, le rythme de hausse annuel de la rémunération par personne occupée se ralentirait en 2012, sous l'effet des pressions à la baisse exercées par la détérioration de la situation sur le marché du travail. Par la suite, il s'accélélerait progressivement, soutenu par le renforcement de l'activité économique. Le taux de progression annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait rester globalement stable en 2012 et 2013. L'accroissement des marges bénéficiaires serait modéré en 2012, reflétant la faiblesse de la demande globale. Une croissance légèrement plus forte des marges bénéficiaires, en phase avec l'amélioration des perspectives d'évolution de l'activité économique, est attendue pour 2013. Le relèvement des prix administrés devrait contribuer de manière substantielle à la hausse de l'IPCH sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant l'assainissement budgétaire en cours dans plusieurs pays de la zone euro. La fiscalité indirecte devrait également exercer une incidence significative en 2012 et 2013.

## Comparaison avec les projections publiées en décembre 2011

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de décembre 2011, les fourchettes de projection relatives à la croissance du PIB en volume pour 2012 et 2013 ont été revues légèrement à la baisse. Ces révisions reflètent principalement l'incidence exercée par la contraction de la demande extérieure, la hausse des cours du pétrole, la poursuite de l'assainissement budgétaire et le léger durcissement des conditions d'octroi du crédit, en dépit du niveau plus bas des taux d'intérêt à court terme et à long terme et de la hausse des cours de bourse. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les fourchettes de projection pour 2012 et 2013 sont légèrement plus élevées que les intervalles établis pour les projections de décembre 2011, en raison principalement des prix de l'énergie plus élevés et de la dépréciation du taux de change de l'euro, mais aussi, dans une certaine mesure, du niveau plus élevé des prix des produits alimentaires et du relèvement de la fiscalité indirecte.

**Tableau B Comparaison avec les projections publiées en décembre 2011**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB en volume – décembre 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
PIB en volume – mars 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
IPCH – décembre 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
IPCH – mars 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

### 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 d'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 0,2 % en 2012 et entre 0,8 % et 1,4 % en 2013, ces résultats se situant, dans les deux cas, à l'intérieur de la fourchette de projection de la BCE. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions disponibles tablent sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 1,5 % et 2,1 % en 2012, soit un niveau identique ou inférieur au point bas de la fourchette de projection de la BCE. Pour 2013, les prévisions disponibles indiquent que la progression de l'IPCH s'inscrira entre 1,2 % et 1,7 %, 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)

	<b>Date de publication</b>	<b>Croissance du PIB</b>		<b>Hausse de l'IPCH</b>	
		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
OCDE	novembre 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Commission européenne	février 2012 - novembre 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	janvier 2012 - septembre 2011	-0,5	0,8	1,5	
Enquête auprès des prévisionnistes professionnels	février 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus économique	février 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Projections des services de la BCE	mars 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Sources : Prévisions intermédiaires de la Commission européenne, février 2012, pour les chiffres relatifs à 2012 et Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2011, pour les chiffres concernant 2013 ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2012, pour la croissance du PIB en volume, et Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011, pour l'inflation ; 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 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.