



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

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

Sur la base des informations disponibles au 24 mai 2012, les services de l'Eurosysteme ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro¹. Dans l'hypothèse où la crise financière ne s'intensifie pas davantage, la croissance du PIB en volume devrait se redresser progressivement sur l'horizon de projection, sous l'effet d'un renforcement de la demande extérieure et d'un raffermissement graduel de la demande intérieure. La reprise de la demande intérieure devrait être de plus en plus soutenue par l'incidence favorable du très faible niveau des taux d'intérêt à court terme et par le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui bénéficiera aux revenus réels. Les mesures prises pour rétablir le bon fonctionnement du système financier joueront également un rôle en ce sens. Toutefois, le rebond de l'activité devrait être freiné par la poursuite de la restructuration des bilans opérée dans de nombreux secteurs. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2013.

La hausse de l'IPCH dans la zone euro s'inscrirait entre 2,3 % et 2,5 % en 2012, reflétant les tensions découlant des prix élevés de l'énergie, la baisse du taux de change de l'euro et les relèvements de la fiscalité indirecte. Avec l'estompement progressif de l'incidence des prix élevés des matières premières, l'inflation globale devrait ralentir et se situer en moyenne entre 1,0 % et 2,2 % en 2013. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait demeurer globalement stable en 2012 et 2013, les hausses attendues de la fiscalité indirecte et des prix administrés devant compenser les pressions à la baisse résultant de la faible demande intérieure et de l'augmentation modérée des coûts du travail.

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 15 mai 2012¹. 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 0,8 % en 2012 et 0,7 % 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 4,2 % en 2012 et 4,5 % 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 demeureraient dans l'ensemble inchangés sur l'horizon de projection pour les échéances courtes, alors qu'ils augmenteraient quelque peu en 2013 pour les échéances longues. Globalement, les conditions du crédit pour la zone euro dans son ensemble devraient peser sur l'activité en 2012 et apporter une contribution neutre en 2013. 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

¹ Les projections macroéconomiques de l'Eurosysteme sont élaborées conjointement par les experts de la BCE et des BCN 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.

114,6 dollars en 2012 et 107,9 dollars en 2013. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer de 8,0 % en 2012 et progresser de 1,6 % 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 1,30 en 2012 et en 2013 ainsi qu'un taux de change effectif moyen de l'euro se dépréciant de 4,4 % en 2012 et de 0,3 % en 2013.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 24 mai 2012. 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 hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2013 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Une accélération progressive de l'activité économique mondiale sur l'horizon de projection devrait être soutenue par l'amélioration des conditions de financement dans un contexte caractérisé par des politiques monétaires accommodantes. De plus, le rétablissement de la chaîne d'approvisionnement et l'atténuation des perturbations l'ayant affectée au lendemain des catastrophes naturelles survenues au Japon et en Thaïlande devraient également étayer la dynamique de l'activité mondiale en 2012. À moyen terme, le rythme de croissance de l'économie mondiale hors zone euro devrait être freiné par la forte atonie des marchés du travail et du logement 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 ralentie récemment mais demeure solide, contribuant ainsi largement à l'expansion économique mondiale. La progression du PIB mondial en volume hors zone euro devrait revenir de 4,1 % en 2011 à 3,8 % en 2012, avant d'augmenter à nouveau à 4,3 % en 2013. La croissance de la demande extérieure de la zone euro devrait s'établir à 4,0 % en 2012 et à 6,4 % en 2013.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Le PIB en volume de la zone euro a stagné au premier trimestre 2012, après s'être contracté de 0,3 % au dernier trimestre 2011, et devrait connaître un affaiblissement au deuxième trimestre 2012. La fragilité de l'activité observée récemment est essentiellement imputable à la morosité de la demande intérieure, sous l'effet combiné de l'incidence négative de la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, des prix élevés du pétrole, des conditions de crédit défavorables et du resserrement des politiques budgétaires dans certains pays de la zone euro.

À plus long terme, en supposant que la crise financière ne s'intensifie pas davantage, la croissance du PIB en volume devrait rebondir sur l'horizon de projection. Cette reprise traduirait l'accélération de la croissance des échanges commerciaux mondiaux, et donc de la demande extérieure, ainsi qu'un raffermissement progressif de la demande intérieure. Celle-ci devrait bénéficier du très bas niveau des taux d'intérêt à court terme et de l'incidence favorable du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires sur le revenu réel disponible des ménages. Les mesures mises en œuvre pour rétablir le bon fonctionnement du système financier vont également dans ce sens. Globalement, la reprise devrait être relativement lente au regard des évolutions sur longue période, en raison de la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des secteurs tant public que privé dans plusieurs pays de la zone euro. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'inscrire entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2013.

De façon plus détaillée, la croissance des exportations hors zone euro devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, reflétant principalement le renforcement de la demande extérieure et les effets des gains

antérieurs en matière de compétitivité-prix. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro, qui se sont redressées ces derniers temps, devraient se stabiliser sur l'horizon de projection.

L'investissement privé non résidentiel dans la zone euro devrait continuer de reculer à court terme, avant de repartir en hausse au cours de l'horizon de projection grâce au renforcement de la demande, aux faibles taux d'intérêt et à l'accroissement des marges bénéficiaires. L'investissement résidentiel quant à lui ne se redresserait que marginalement sur l'horizon de projection. Les corrections en cours sur le marché immobilier résidentiel de certains pays continuent en effet d'en freiner la reprise. Toutefois, ces évolutions défavorables sont partiellement compensées par l'attractivité relative accrue de ce type d'investissement dans certains pays où l'investissement résidentiel devrait également être soutenu par le bas niveau des taux hypothécaires. L'investissement public diminuerait pour sa part tout au long de l'horizon, comme indiqué dans les programmes d'assainissement budgétaire mis en place dans plusieurs pays de la zone euro.

La consommation privée devrait demeurer modérée en 2012, le recul sensible du revenu réel disponible n'étant que partiellement compensé par la baisse du taux d'épargne, qui reflète un lissage de la consommation dans le temps. Cette diminution importante du revenu réel disponible s'explique par la contraction de l'emploi et de la rémunération réelle par personne occupée, par les mesures d'assainissement budgétaire et la faiblesse des revenus hors travail. En 2013, la consommation privée devrait progresser faiblement, principalement sous l'effet d'un rebond du revenu réel disponible lié à l'estompement progressif de l'incidence négative des facteurs mentionnés ci-dessus. Elle devrait également être soutenue par l'atténuation des tensions sur les cours des matières premières. Quant à la consommation publique réelle, elle resterait globalement stable en 2012 et 2013.

Le rythme de progression des importations extra-zone euro devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, même s'il serait toujours freiné par la faible demande intérieure. Reflétant le plus grand dynamisme des exportations, le commerce extérieur devrait apporter une contribution nettement positive à la croissance du PIB en volume sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)¹⁾

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

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.

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'emploi et de l'investissement réduira probablement encore la croissance potentielle du PIB. 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

La hausse de l'IPCH devrait s'établir, en moyenne, entre 2,3 % et 2,5 % en 2012. Ce niveau relativement élevé traduit les effets du renchérissement des cours du pétrole, l'incidence de la baisse du taux de change de l'euro et les relèvements de la fiscalité indirecte. L'inflation devrait ralentir considérablement et revenir entre 1,0 % et 2,2 %, en moyenne, en 2013. Cette décélération résultera largement des évolutions projetées de la composante énergie. La contribution des prix de l'énergie à l'inflation globale devrait être plus faible en 2013, à la suite du recul progressif des prix du pétrole brut sur l'horizon de projection et de l'atténuation de l'incidence des hausses antérieures. La contribution des produits alimentaires devrait elle aussi diminuer, mais beaucoup moins fortement. La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie demeurerait globalement stable en 2012 et 2013, les relèvements attendus de la fiscalité indirecte et des prix administrés exerçant une incidence haussière compensée par les pressions à la baisse découlant de la faible demande intérieure et les hausses modérées des coûts de main-d'œuvre.

De manière plus détaillée, les tensions sur les prix d'origine externe se sont renforcées en fin d'année, sous l'effet de la hausse des prix du pétrole et de la baisse du taux de change de l'euro. Selon les hypothèses techniques relatives aux taux de change et aux cours des matières premières, ces tensions d'origine externe devraient cependant s'atténuer au cours de l'horizon de projection. En outre, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation sera soumis à de forts effets de base à la baisse tenant au fait que les hausses enregistrées au cours de l'année écoulée ne sont plus prises en compte dans les comparaisons annuelles. Le taux de progression de ce déflateur devrait par conséquent diminuer fortement sur l'horizon de projection. En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, la hausse annuelle de la rémunération par tête se ralentirait légèrement en 2012 et de nouveau en 2013, traduisant une détérioration de la situation sur les marchés du travail. Étant donné le taux d'inflation moyen élevé en 2012, la rémunération réelle par tête devrait reculer. Elle devrait repartir en hausse en 2013 à la faveur du ralentissement projeté de l'inflation, tout en progressant plus lentement que la productivité sur l'ensemble de l'horizon de projection. La progression annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait pour sa part rebondir en 2012, reflétant la faiblesse conjoncturelle de la croissance de la productivité. Par la suite, elle ralentirait en 2013 sous l'effet de la reprise de la productivité et de la faiblesse continue des tensions salariales. Les marges bénéficiaires diminueraient en 2012, amortissant la forte hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans un contexte d'atonie de la demande globale. Elles devraient se redresser en 2013 grâce à une croissance plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre liée à une plus forte hausse de la productivité et à une reprise de la demande. Sous l'effet de l'assainissement budgétaire en cours dans de nombreux pays de la zone euro, les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés devraient plus contribuer qu'en moyenne à la hausse de l'IPCH en 2012 et en 2013.

COMPARAISON AVEC LES PROJECTIONS PUBLIÉES EN MARS 2012

Par rapport aux projections macroéconomiques de la BCE publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de mars 2012, la fourchette de projection pour la croissance du PIB en volume en 2012 est inchangée, l'intervalle établi pour 2013 ayant été revu légèrement à la baisse. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les fourchettes de projection ont été resserrées tant pour 2012 que pour 2013.

Tableau 2 Comparaison avec les projections publiées en mars 2012

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

| | 2012 | 2013 |
|---------------------------|------------|-----------|
| PIB en volume – mars 2012 | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,2 |
| PIB en volume – juin 2012 | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,0 |
| IPCH – mars 2012 | 2,1 – 2,7 | 0,9 – 2,3 |
| IPCH – juin 2012 | 2,3 – 2,5 | 1,0 – 2,2 |

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 contraction du PIB en volume de la zone euro comprise entre 0,1 % et 0,4 % en 2012, soit des chiffres se situant à l'intérieur de la fourchette de projection de l'Eurosystème. En 2013, le PIB en volume devrait croître de 0,8 % à 1,0 %, là encore des chiffres s'inscrivant à l'intérieur de la fourchette 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 2,0 % et 2,4 % en 2012, soit un résultat conforme ou légèrement inférieur à l'intervalle de projection de l'Eurosystème. Pour 2013, la hausse de l'IPCH s'inscrirait en moyenne entre 1,6 % et 1,9 %, des chiffres se situant à l'intérieur de la fourchette 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 | 2012 | 2013 |
| FMI | avril 2012 | -0,3 | 0,9 | 2,0 | 1,6 |
| Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) | mai 2012 | -0,2 | 1,0 | 2,3 | 1,8 |
| Consensus économique | mai 2012 | -0,4 | 0,8 | 2,4 | 1,8 |
| OCDE | mai 2012 | -0,1 | 0,9 | 2,4 | 1,9 |
| Commission européenne | mai 2012 | -0,3 | 1,0 | 2,4 | 1,8 |
| Projections des services de l'Eurosystème | juin 2012 | -0,5 – 0,3 | -0,5 – 2,0 | 2,3 – 2,5 | 1,0 – 2,2 |

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2012) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2012 ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2012 ; 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, 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.