



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 août 2013, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. Le PIB en volume devrait se contracter de 0,4 % en 2013, puis progresser de 1,0 % en 2014. L'inflation mesurée par l'IPCH s'établirait, en moyenne, à 1,5 % en 2013 et 1,3 % en 2014.

### 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 août 2013.

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 0,2 % en 2013 et à 0,5 % 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 3,0 % en 2013 et de 3,5 % 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 composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient atteindre un plancher au second semestre 2013 et se redresser ensuite progressivement. Les conditions du crédit devraient peser négativement sur la croissance économique dans la zone euro en 2013 mais deviendraient plus 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 se situer à 107,8 dollars en 2013 et à 102,8 dollars en 2014. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient diminuer de 5,4 % en 2013 et de 0,1 % en 2014<sup>2</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 moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,32 en 2013 et de 1,33 en 2014, supérieur à celui de 1,29 en 2012. En moyenne annuelle, le taux de change effectif de l'euro devrait s'apprécier de 3,6 % en 2013 et de 0,7 % en 2014.

<sup>1</sup> Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosysteme, 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'Eurosysteme, 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. Les fourchettes de projection sont calculées 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 le document intitulé *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* publié en décembre 2009 par la BCE et également disponible en ligne sur son site Internet.

<sup>2</sup> Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des produits alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme 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 deuxième trimestre 2014 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 23 août 2013. 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.

### Projections relatives à l'environnement international

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer graduellement sur l'horizon de projection, passant de 3,4 % en 2013 à 4,0 % en 2014. Confirmant, dans une large mesure, les projections publiées dans le *Bulletin mensuel* de juin 2013, la croissance s'est légèrement renforcée dans les économies avancées au premier semestre 2013. En revanche, la croissance dans les économies émergentes a quelque peu fléchi en raison du tassement de la demande intérieure, alors que la baisse des cours des matières premières (affectant les exportateurs de produits de base) et l'atonie de la demande extérieure ont pesé sur les exportations. À court terme, les indicateurs du climat des affaires signalent un manque de dynamisme persistant de l'activité économique mondiale. Un certain durcissement des conditions de financement depuis l'exercice de projections précédent, traduisant en partie une révision du jugement du marché sur l'ampleur des futures mesures de relance monétaires aux États-Unis, affecte également les perspectives de croissance à court terme, en particulier dans certaines économies émergentes. À plus long terme, la reprise devrait être progressive. Le rééquilibrage de la dette du secteur privé – qui est en bonne voie, mais n'a pas encore été mené à son terme – et l'assainissement budgétaire pèseront sur la croissance dans les économies avancées. Le redressement de l'activité dans un certain nombre de grandes économies émergentes, en particulier en Chine, devrait également être modéré, des facteurs structurels freinant l'activité. La demande émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro progressant à un rythme moins rapide que dans le reste du monde, la demande extérieure de la zone euro est légèrement plus faible et devrait augmenter de 2,9 % en 2013, puis s'accélérer en 2014, à 5,0 %.

### Projections de croissance du PIB en volume

Le PIB en volume s'est accru de 0,3 % au deuxième trimestre 2013, après six reculs consécutifs en glissement trimestriel. La demande intérieure et les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre, alors que celle des variations des stocks a été légèrement négative. La progression relativement forte de l'activité observée au deuxième trimestre s'explique, dans une certaine mesure, par des effets temporaires, essentiellement liés aux conditions météorologiques.

Ces facteurs temporaires disparaissant, la croissance du PIB en volume devrait être plus faible au troisième trimestre 2013, tout en demeurant positive. Abstraction faite des effets exercés par ces facteurs temporaires, l'activité sera soutenue, sur l'ensemble de l'horizon de projection, par l'incidence favorable d'un raffermissement progressif de la demande extérieure sur les exportations. À plus court terme, la demande intérieure bénéficiera du ralentissement de la hausse des cours des matières premières qui devrait soutenir les revenus réels. En outre, l'orientation accommodante de la politique monétaire, encore renforcée par les indications sur l'orientation future de la politique monétaire fournies récemment par le Conseil des gouverneurs de la BCE, et l'amélioration de la confiance dans un contexte caractérisé par l'atténuation des incertitudes devraient stimuler la demande intérieure. Au-delà du court terme, la demande intérieure devrait également bénéficier d'une orientation moins restrictive des politiques budgétaires et de l'allègement des contraintes pesant sur l'offre de crédit. Toutefois, l'incidence défavorable exercée sur la demande intérieure par l'atonie des marchés du travail et les besoins de désendettement persistants dans certains pays ne devrait s'estomper que progressivement sur l'horizon de projection. Dans l'ensemble, la reprise resterait modérée au regard des évolutions sur longue période, ce qui se traduira par un écart de production encore négatif. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en

volume devrait s'établir à - 0,4 % en 2013, reflétant largement l'acquis de croissance négatif, et se situer à 1,0 % en 2014. Ce profil de croissance traduit l'augmentation régulière de la contribution de la demande intérieure, conjuguée aux contributions positives, mais en recul, des exportations nettes.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, la croissance des exportations hors zone euro devrait être modérée pendant le reste de l'année 2013 et se renforcer légèrement en 2014, reflétant principalement le raffermissement assez graduel de la demande extérieure de la zone euro. La dynamique de l'investissement des entreprises devrait s'accélérer à partir de fin 2013. Le renforcement progressif attendu de la demande intérieure et extérieure, le très bas niveau des taux d'intérêt, la nécessité de remplacer progressivement le stock de capital après plusieurs années d'investissements modérés, les effets moins défavorables sur l'offre de crédit et l'amélioration des marges bénéficiaires dans le sillage de la reprise de l'activité devraient soutenir l'investissement des entreprises. Toutefois, l'incidence négative cumulée exercée par la faible utilisation des capacités, la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des entreprises et les conditions de financement défavorables dans certains pays et secteurs de la zone euro ne devrait s'estomper que progressivement. L'investissement résidentiel devrait rester faible cette année et en 2014, essentiellement en raison du besoin d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans certains pays, de la faible progression du revenu disponible et des anticipations de nouvelles baisses des prix de l'immobilier. Les répercussions défavorables de ces facteurs devraient plus que compenser l'incidence de l'attrait relatif de l'investissement résidentiel dans certains autres pays, où il est soutenu par le niveau historiquement bas des taux hypothécaires et la hausse des prix de l'immobilier. Sous l'effet des mesures d'assainissement budgétaire attendues dans plusieurs pays de la zone euro, l'investissement public devrait rester faible sur l'horizon de projection.

La consommation privée devrait être modérée pendant le reste de 2013 dans le contexte d'un profil d'évolution étale du revenu réel disponible et d'un taux d'épargne globalement inchangé. En dépit de la légère hausse du taux d'épargne, la croissance de la consommation privée devrait s'accélérer quelque peu en 2014 à la faveur de l'atténuation de l'incidence défavorable de l'assainissement budgétaire et de l'augmentation des revenus du travail sous l'effet de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. Sur l'horizon de projection, la part des ménages censés accroître leur taux d'épargne parallèlement à la hausse du revenu disponible et à l'impératif du désendettement devrait plus que contrebalancer celle des ménages qui continuent à réduire le leur dans un contexte caractérisé par la baisse des revenus disponibles et un faible rendement de l'épargne. Dans l'ensemble, la consommation publique devrait stagner en 2013 en raison des efforts d'assainissement budgétaire, puis progresser modérément en 2014.

Les importations en provenance des pays hors zone euro se redresseraient sur l'horizon de projection, même si elles resteront freinées par l'atonie persistante de la demande totale. L'excédent du compte courant devrait augmenter en 2013 et en 2014.

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

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

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>IPCH</b>	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
<b>PIB en volume</b>	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Consommation privée	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Consommation publique	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
<b>FBCF</b>	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Exportations (biens et services)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Importations (biens et services)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 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) La Lettonie est incluse dans les projections pour 2014. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2014 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lettonie dès 2013.

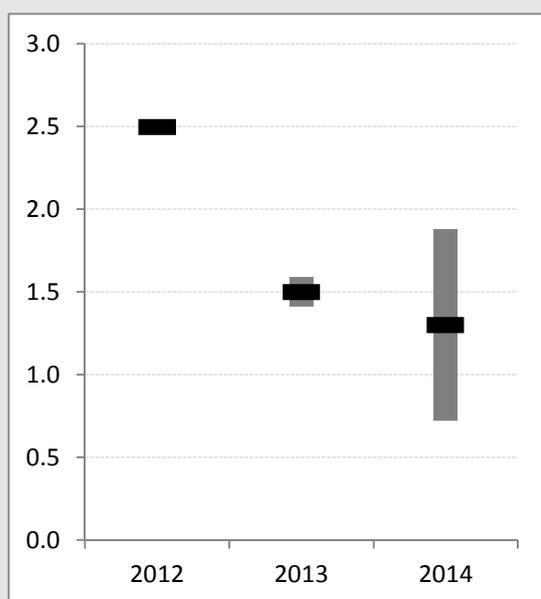
### Projections en matière de prix et de coûts

La hausse moyenne de l'IPCH global, qui s'est située à 1,3 % en août, selon l'estimation rapide d'Eurostat, devrait s'inscrire à 1,5 % en 2013 et à 1,3 % en 2014. Le rythme de progression de l'IPCH s'est ralenti sensiblement au premier semestre 2013 en raison de la forte décélération de la hausse des prix de l'énergie par rapport aux niveaux élevés enregistrés en 2012. Cette décélération a résulté, pour sa part, du repli des cours du pétrole et de l'appréciation de l'euro l'année dernière, ainsi que des effets de base à la baisse liés à l'atténuation de l'incidence du renchérissement antérieur du pétrole. Par la suite, les prix de l'énergie devraient s'inscrire en léger recul sur l'horizon de projection, reflétant l'évolution anticipée des cours du pétrole. Sur l'horizon de projection, la contribution de la composante énergie à la hausse de l'IPCH global devrait être négligeable, et par là même sensiblement plus faible que sa moyenne historique, ce qui explique dans une certaine mesure le profil d'évolution modérée de l'inflation globale. La hausse des prix des produits alimentaires est demeurée globalement inchangée au premier semestre 2013, en dépit de pics inhabituels enregistrés par les prix des produits alimentaires non transformés. À plus long terme, la progression des prix des produits alimentaires devrait se ralentir quelque peu du fait des effets de base à la baisse et du repli initial attendu des cours internationaux et européens des matières premières alimentaires. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est modérée au premier semestre 2013, traduisant l'atonie de l'activité économique. En 2014, elle devrait se renforcer légèrement en liaison avec la faible reprise de l'activité et l'amplification des tensions sur les prix d'origine externe.

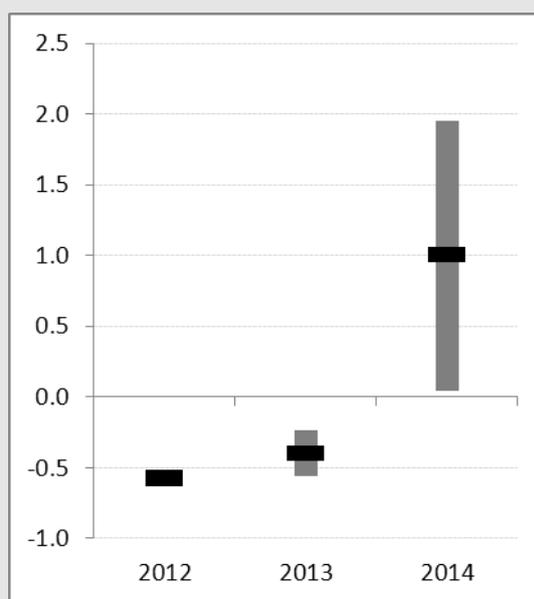
## Projections macroéconomiques

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

a) IPCH de la zone euro



b) PIB en volume de la zone euro<sup>1)</sup>



1) Les projections relatives au PIB en volume sont basées sur des données corrigées des jours ouvrés.

Il ressort d'une analyse plus détaillée que les tensions sur les prix d'origine externe se sont atténuées au premier semestre 2013 sous l'effet de l'appréciation de l'euro en termes effectifs et de la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole, engendrant un repli du déflateur des prix à l'importation. Ce dernier devrait toutefois augmenter progressivement en 2014, l'incidence baissière de l'appréciation antérieure de l'euro s'estompant alors que les prix des matières premières hors énergie devraient s'inscrire en hausse et que la demande d'importations se raffermir. En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, le rythme de progression annuel de la rémunération par tête devrait rester faible en 2013 et en 2014 du fait de la faiblesse du marché du travail. En termes réels, compte tenu de la projection allant dans le sens d'un net ralentissement de la hausse des prix à la consommation cette année, ce rythme de progression devrait s'accélérer en 2013 et continuer à se redresser modérément sur l'horizon de projection, après avoir ralenti en 2011 et en 2012. En 2014, les taux de croissance annuels de la rémunération réelle par tête devraient rester largement inférieurs à ceux de la productivité, reflétant l'atonie du marché du travail. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait décélérer en 2013 et en 2014, dans la mesure où l'accentuation conjoncturelle de la hausse de la productivité est plus marquée que la faible accélération de la croissance de la rémunération par tête. Après avoir enregistré un repli prononcé en 2012, l'indicateur de marge bénéficiaire (calculé comme le rapport entre le déflateur du PIB aux prix de base et les coûts unitaires de main-d'œuvre) devrait stagner en 2013, traduisant la faiblesse de l'activité intérieure. Par la suite, une augmentation plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre et l'amélioration progressive de la situation économique devraient favoriser un redressement des marges bénéficiaires. Les hausses des prix administrés et de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer notablement à la hausse de l'IPCH en 2013 et 2014, mais dans une mesure un peu moindre qu'en 2012.

### Comparaison avec les projections des services de l'Eurosystème publiées en juin 2013

Par rapport aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de juin 2013, la projection pour la croissance du PIB en volume en 2013 a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage, traduisant largement la prise en compte des données disponibles. Pour 2014, la projection a été revue à la baisse de 0,1 point de pourcentage, reflétant l'incidence d'une diminution de la demande étrangère, d'une appréciation du taux de change effectif de l'euro et de la hausse des taux d'intérêt. En ce qui concerne la progression de l'IPCH global, la projection a été relevée de 0,1 point de pourcentage pour 2013, en raison des prix des produits alimentaires plus élevés que prévu et du relèvement des hypothèses retenues pour les cours du pétrole. Pour 2014, la projection relative à l'inflation reste inchangée.

Tableau B Comparaison avec les projections publiées en juin 2013

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2013	2014
PIB en volume – juin 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
PIB en volume – septembre 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
IPCH – juin 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
IPCH – septembre 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

### 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 (cf. 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.

Les fourchettes de prévision des autres organisations et institutions actuellement disponibles concernant la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2013 et en 2014 se situent à l'intérieur des intervalles d'incertitudes des projections des services de la BCE et sont proches des points médians indiqués dans ces projections. En ce qui concerne l'inflation, la fourchette de prévision des autres organisations et institutions relative à la progression de l'IPCH en 2013 est légèrement supérieure à l'intervalle d'incertitudes des projections des services de la BCE, et est également plus élevée que leur point médian. Pour 2014, l'intervalle de prévision concernant la hausse de l'IPCH publié par les autres institutions se situe à l'intérieur de la fourchette de projection de la BCE et est proche de son point médian.

**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	
		2013	2014	2013	2014
OCDE	Mai 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Commission européenne	Mai 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
FMI	Juillet 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Août 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus économique	Août 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Baromètre de la zone euro	Août 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Projections des services de la BCE	Septembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0]		[1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]	

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, printemps 2013 ; FMI, Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, juillet 2013, pour la croissance du PIB en volume, et Perspectives de l'économie mondiale, avril 2013, pour l'inflation ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2013 ; Consensus économique ; MJEconomics ; 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 quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2013

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.