



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE MARS 2015 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE¹

1. PERSPECTIVES POUR LA ZONE EURO : VUE D'ENSEMBLE ET CARACTÉRISTIQUES-CLÉS

Le redressement économique s'est progressivement affermi au second semestre 2014 tandis que, dans la période à venir, plusieurs facteurs sont appelés à renforcer l'activité de la zone euro. D'une part, la forte baisse des cours du pétrole provoquera une hausse substantielle du revenu réel disponible et les ménages devraient dépenser une part non négligeable des gains ainsi dégagés. D'autre part, sur l'horizon de projection, l'activité de la zone euro bénéficiera de plus en plus du renforcement progressif de la demande extérieure et des effets de la dépréciation de l'euro.

Les mesures de politique monétaire prises récemment par le Conseil des gouverneurs devraient également soutenir largement l'activité à court et moyen terme. La demande intérieure et la formation de capital fixe en particulier devraient bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire et, plus spécifiquement, du programme étendu d'achat d'actifs de la BCE. Les récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles devraient stimuler la demande intérieure de par leur incidence sur les taux d'intérêt, le taux de change de l'euro et les cours des actions ainsi que par le biais d'autres canaux financiers importants (cf. encadré 1).

D'autres facteurs nationaux devraient contribuer à soutenir l'activité sur l'horizon de projection. La demande intérieure devrait profiter d'un certain assouplissement des conditions du crédit, comme l'indiquent les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui témoignent d'un assouplissement net des critères d'octroi. Le frein à l'investissement des entreprises résultant de leur nécessaire désendettement s'est également relâché. En outre, l'orientation budgétaire devrait rester neutre sur l'horizon de projection.

Toutefois, l'incidence négative exercée par un certain nombre d'autres facteurs ne devrait se dissiper que progressivement. Contrairement au secteur des entreprises, les ménages et les administrations publiques ne sont pas encore parvenus à une inversion substantielle de leurs ratios d'endettement. Qui plus est, les évolutions du marché du travail, quoique positives de façon générale, resteront éclipsées par des taux de chômage élevés, notamment dans certains pays en proie à des difficultés. Enfin, les inquiétudes entourant le potentiel de croissance à long terme et l'ampleur des capacités encore inutilisées dans un certain nombre de pays continueront à entraver les dépenses d'investissement.

Dans l'ensemble, la croissance du PIB en volume devrait passer de 0,9 % en 2014 à 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,1 % en 2017. En revanche, le rythme de progression de la production potentielle devrait demeurer plutôt modéré, les contributions apportées par les composantes capital et travail restant timides en raison du chômage structurel élevé et des répercussions d'une longue période de faibles investissements. Cela signifie que l'écart de production négatif estimé se resserrera sur l'horizon de projection.

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projections Exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur le site Internet de la BCE. La date d'arrêt des informations présentées dans cet exercice est le 20 février 2015.

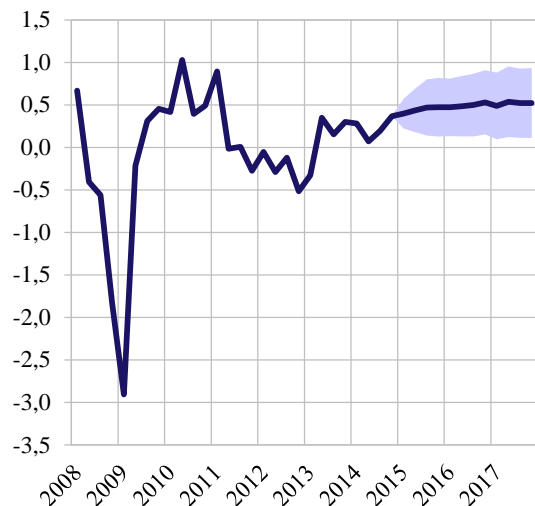
Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2015-2017. Les projections calculées sur un horizon aussi long étant très incertaines, il convient de les interpréter avec beaucoup de précautions. Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme* du Bulletin mensuel de la BCE de mai 2013.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

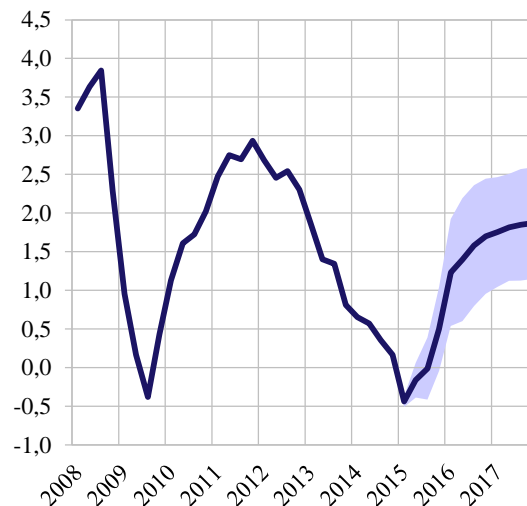
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



1) 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 la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

Traduisant principalement la chute des cours du pétrole, l'inflation mesurée par l'IPCH a enregistré des taux négatifs au cours des derniers mois. L'effet de la baisse du taux de change de l'euro n'a que faiblement compensé le fort recul des cours du pétrole exprimés en dollars. L'inflation mesurée par d'autres composantes de l'IPCH a également légèrement diminué lors des derniers mois.

L'inflation mesurée par l'IPCH devrait s'établir à un niveau moyen proche de zéro en 2015 mais s'accroître à 1,5 % en 2016 pour atteindre 1,8 % en 2017. La faiblesse du taux d'inflation mesurée par l'IPCH pour 2015 s'explique par une contribution fortement négative de la progression de la composante énergie de l'IPCH. Cela étant, les pressions baissières exercées par les prix de l'énergie sur l'inflation globale devraient s'atténuer vers la fin de l'année 2015, les reculs antérieurs des prix de l'énergie disparaissant progressivement du taux d'inflation annuel et les cours du pétrole devant se redresser sur l'horizon de projection en phase avec la pente ascendante de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole. En raison de ces facteurs, on s'attend à ce que les prix de l'énergie apportent une contribution positive à l'inflation globale en 2016 et 2017.

Si l'infléchissement du taux d'inflation, entre 2015 et 2016, est sans doute largement imputable au retournement des prix de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie devrait également augmenter à la faveur de la reprise économique. Cela tient à la résorption importante attendue de l'écart de production négatif, qui se traduit elle-même par une croissance plus marquée des marges bénéficiaires et de la rémunération par tête. De surcroît, l'augmentation des prix des matières premières hors énergie, les conséquences indirectes de la hausse des cours du pétrole et les effets décalés de la baisse du taux de change de l'euro devraient, pour leur part, concourir à la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie.

L'INCLUSION DES RÉCENTES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLES DANS LES PROJECTIONS

Depuis la date d'arrêt des projections publiées en décembre 2014, les mesures non conventionnelles de la BCE ont enregistré deux nouvelles évolutions. La première a été l'adjudication, le 11 décembre 2014, d'environ 130 milliards d'euros au titre de la deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO), portant à quelque 212 milliards d'euros l'apport cumulé dans le cadre des deux appels d'offres initiaux lors desquels les banques ont pu bénéficier d'une facilité initiale d'emprunt. Six autres TLTRO sont encore prévues. La seconde a concerné la décision, prise par le Conseil des gouverneurs le 22 janvier 2015, de lancer le programme d'achat d'actifs, englobant également les programmes déjà existants d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées. Le montant cumulé des achats mensuels s'élèvera à 60 milliards d'euros. Ces opérations devraient être conduites jusqu'en septembre 2016, tout du moins jusqu'à ce que se produise une correction durable de la trajectoire d'inflation conforme avec l'objectif du Conseil des gouverneurs d'atteindre des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % sur le moyen terme.

Ces deux évolutions ont amené à reconsidérer l'approche généralement suivie lors des exercices de projection précédents pour tenir compte de l'incidence des mesures de politique monétaire non conventionnelles sur les perspectives macroéconomiques. Par le passé, l'approche n'incluait l'impact macroéconomique des mesures de politique monétaire non conventionnelles que dans la mesure où ces dernières avaient déjà affecté les hypothèses financières techniques de marché (cf. encadré 3 pour de plus amples informations), comme analysé par le cadre de modélisation standard utilisé dans les exercices de projection à la date d'arrêt. Cette approche comporte le risque d'ignorer des canaux de transmission dont le cadre de modélisation standard ne tient pas pleinement compte mais elle était jugée appropriée en raison des incertitudes concernant le volume de liquidité de banque centrale généré par les mesures de politique monétaire non conventionnelles. Cependant, au vu des évolutions récentes de politique monétaire, davantage d'informations sont désormais disponibles sur le volume de liquidité de banque centrale généré par ces mesures. Ceci permet une évaluation plus précise de l'impact qu'auront les mesures sur les perspectives macroéconomiques.

L'approche suivie dans les précédents exercices de projection a donc été complétée en incluant, dans les présentes projections, l'impact additionnel de ces mesures via des canaux de transmission financiers tels que le canal de rééquilibrage des portefeuilles, certains canaux d'anticipation et les interactions entre les sphères réelle et financière. Ces canaux ne sont habituellement pas pris en considération par le cadre de modélisation standard employé dans les exercices de projection. L'incidence de canaux de transmission financiers additionnels sur les perspectives macroéconomiques a été calibrée sur la base d'outils économétriques modélisant ces canaux de façon explicite. À cet égard, l'exercice de projection de mars 2015 comporte une évaluation plus complète de l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles sur les perspectives macroéconomiques.

2. L'ÉCONOMIE RÉELLE

La croissance des dépenses de consommation privée devrait rester un moteur essentiel de la reprise de l'activité. La consommation privée s'est accélérée au cours de l'année 2014, bénéficiant d'un regain de croissance du revenu réel disponible ayant lui-même résulté de l'augmentation des revenus salariaux et non salariaux et de la baisse des prix de l'énergie. Dans un futur proche, ces facteurs devraient également entraîner la croissance du revenu réel disponible. Au-delà, les revenus salariaux devraient s'accroître dans un contexte de renforcement de la croissance de l'emploi et des salaires et alors qu'une augmentation des autres revenus des ménages est attendue à la faveur du redressement de l'ensemble de l'économie. La consommation privée devrait par ailleurs être soutenue par l'accroissement du patrimoine net des ménages - traduisant à la fois les hausses des prix des actifs financiers en 2015 et de nouvelles améliorations sur les marchés immobiliers pour la période 2016-2017 - ainsi que par les faibles coûts de financement et l'assouplissement des conditions de financement, considérablement accentué par le programme d'achat d'actifs, mais aussi par le renforcement de la dynamique des prêts aux ménages. Dans

l'ensemble, la croissance de la consommation privée annuelle devrait atteindre, en moyenne, 1,7 % sur l'horizon de projection.

Le taux d'épargne devrait présenter une courbe en forme de cloche. En 2015, le taux d'épargne devrait enregistrer une augmentation suivie d'une baisse s'expliquant principalement par le fait qu'une large part des gains de revenus provenant de la baisse des cours du pétrole est initialement économisée. Abstraction faite de ce facteur temporaire, des effets en sens contraires suggèrent un niveau globalement inchangé du taux d'épargne moyen. D'une part, les rendements très faibles tendent à décourager l'épargne et une amélioration de la confiance des consommateurs, associée à une réduction progressive du chômage, pourrait affaiblir la constitution d'épargne de précaution. De plus, les ménages pourraient de plus en plus engager des dépenses importantes précédemment reportées, réduisant ainsi le taux d'épargne. D'autre part, des pressions persistantes en faveur du désendettement, dans un contexte de ratios d'endettement des ménages (en pourcentage du revenu disponible nominal) encore inchangés dans l'ensemble, devraient maintenir une certaine pression à la hausse sur l'épargne.

Les perspectives d'évolution de l'investissement résidentiel s'amélioreront probablement progressivement. Un redressement modéré est escompté à partir de 2015, favorisé par des taux hypothécaires très faibles dans la majorité des pays, un assouplissement des conditions de financement considérablement accru par le programme d'achat d'actifs, le renforcement de l'octroi de prêts aux ménages et une plus forte progression du revenu disponible. À mesure que le besoin d'ajustement des marchés de l'immobilier s'atténue dans certains pays, l'investissement résidentiel devrait s'accélérer. La projection d'une reprise graduelle de l'investissement résidentiel concerne la plupart des pays, même si le rythme de progression pourrait être ralenti dans certains d'entre eux en raison des niveaux élevés d'endettement des ménages. Cela étant, des effets démographiques défavorables devraient commencer à peser sur l'activité du marché immobilier de quelques pays vers la fin de l'horizon de projection.

La reprise de l'investissement des entreprises devrait s'accélérer. L'investissement des entreprises a poursuivi son timide redressement pendant l'année 2014, freiné par les importantes capacités inutilisées et la persistance, dans certains pays, de contraintes sur l'offre de crédit. Tandis que l'incidence négative de ces facteurs s'estompe, le renforcement de la demande intérieure et extérieure, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones, l'orientation accommodante de la politique monétaire, soutenue par les récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles et particulièrement par le programme d'achat d'actifs, ainsi que l'augmentation des marges bénéficiaires devraient accroître les dépenses en capital. Qui plus est, la pression globale exercée sur le désendettement des entreprises de la zone euro s'est allégée en 2014 et devrait, sur l'horizon de prévision, s'exercer moins fortement sur l'investissement des entreprises que par le passé. Les niveaux d'endettement des entreprises demeurent néanmoins élevés dans certains pays, sans quoi l'accélération de l'investissement des entreprises serait encore plus vive.

La demande extérieure adressée à la zone euro devrait rebondir modérément, parallèlement à la reprise de l'activité mondiale (cf. encadré 2), et soutenir ainsi un renforcement des exportations hors zone euro. La demande extérieure devrait s'affermir sur l'horizon de projection, mais à des degrés divers selon les pays, certains pays de la zone euro étant plus négativement touchés que d'autres au vu de leur exposition à la Russie et à la région de la CEI. Dans le même temps, les parts de marché à l'exportation devraient progresser quelque peu, grâce à des gains de compétitivité. Reflétant le renforcement de la demande totale dans la zone euro, les importations hors zone euro augmentent graduellement. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient contribuer de façon positive, quoique modeste, à la croissance du PIB en volume. La balance commerciale ayant donné quelques signes de dégradation, l'excédent des transactions courantes se contractera probablement légèrement, retombant à 2,4 % du PIB en 2017.

Encadré 2

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La reprise de l'économie mondiale reste progressive. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir sur l'horizon de projection, passant de 3,6 % en 2014 à 3,8 % en 2015 et à

un peu plus de 4 % durant la période 2016-2017. Les indicateurs mondiaux et les données nationales disponibles suggèrent un ralentissement de la croissance fin 2014, même si l'activité devrait demeurer relativement soutenue.

Dans la période à venir, l'activité mondiale devrait poursuivre son redressement graduel. Les perspectives mondiales sont influencées par de nombreux facteurs favorables, dont (a) le recul significatif des cours du pétrole, qui est considéré comme étant principalement induit par l'offre et devrait avoir des retombées globalement positives pour l'activité mondiale ; et (b) la reprise soutenue en cours et les perspectives robustes aux États-Unis. Mais quelques facteurs défavorables sont également à l'œuvre, comme (a) les répercussions négatives, pour l'économie russe, du double choc des sanctions économiques et de la chute des cours du pétrole ; (b) les fortes fluctuations auxquelles les marchés des changes sont en proie, en partie à cause de politiques monétaires toujours plus divergentes ; et (c) les performances décevantes de certaines économies de marché émergentes en termes de croissance, entraînant des révisions à la baisse de leur croissance potentielle.

Reflétant les facteurs déterminant les perspectives mondiales, la reprise mondiale est caractérisée par des évolutions disparates entre les économies avancées et les économies de marché émergentes. Les premières continueront de profiter de l'apaisement des vents contraires, et notamment du ralentissement du processus de désendettement, de la modération de la pression fiscale et de l'embellie observée sur les marchés du travail, alors que les défis structurels à relever et le durcissement des conditions financières pèseront encore sur la croissance des économies de marché émergentes.

Après un premier semestre 2014 atone, le commerce mondial a gagné en dynamisme dans la seconde moitié de l'année. Il devrait s'accélérer davantage, quoique très modérément, sur l'horizon de projection et son élasticité par rapport à l'activité demeurerait moindre que pendant la période qui a précédé la crise. La progression du commerce mondial (hors zone euro) devrait passer de 2,9 % en 2014 à 5,4 % en 2017.

Reflétant des influences contraires, les perspectives concernant l'activité mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ont été à peine revues pour 2015 et 2016 par rapport aux projections publiées en décembre 2014.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2015				Décembre 2014			Révisions depuis décembre 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Note : les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

2) Calculée comme la moyenne pondérée des importations des partenaires commerciaux de la zone euro.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait s'améliorer sur l'horizon de projection. L'emploi a poursuivi son rebond au cours de l'année 2014, progressant bien plus rapidement que ne le laissent penser les élasticités historiques de l'emploi à l'activité totale, ce qui reflète probablement l'effet favorable de la modération salariale antérieure et des réformes des marchés du travail récemment engagées. Les effectifs employés devraient continuer à se rétablir. Au regard de l'activité, le redressement de l'emploi serait particulièrement prononcé dans les pays où ont été mises en œuvre des réformes du marché du travail. Le nombre d'heures travaillées par tête devrait légèrement augmenter, reflétant des profils d'évolution cyclique normaux dans certains pays et l'apparition de goulets d'étranglement de l'offre de travail dans d'autres.

Le taux de chômage devrait encore diminuer. Le nombre de chômeurs reculerait d'environ 2,7 millions sur l'horizon de projection, atteignant son point le plus bas depuis la mi-2009. Ce repli traduit l'effet à la baisse de la progression de l'emploi (en hausse de 4,2 millions de salariés), contrebalancée, dans une certaine mesure, par l'incidence de l'accroissement de la population active. Le taux de chômage devrait ensuite fléchir pour ressortir à 9,9 % en 2017, après 11,6 % en 2014.

D'importantes révisions à la hausse ont été apportées aux perspectives de croissance depuis les projections publiées en décembre 2014. En plus d'un acquis de croissance plus positif s'expliquant par une croissance du PIB en volume supérieure aux prévisions au dernier trimestre 2014, les révisions à la hausse traduisent, pour une large part, l'incidence favorable de la baisse des cours du pétrole, le fléchissement du taux de change effectif de l'euro ainsi que les effets des mesures de politique monétaire non conventionnelles récemment prises par la BCE.

Encadré 3

HYPOTHÈSES TECHNIQUES CONCERNANT LES TAUX D'INTÉRÊT, LES TAUX DE CHANGE ET LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Par rapport aux projections publiées en décembre 2014, les modifications des hypothèses techniques portent sur une baisse sensible des cours exprimés en dollars du pétrole et des matières premières hors énergie, une dépréciation du taux de change effectif de l'euro et une baisse des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro.

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux cours des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 11 février 2015. Les taux à court terme se rapportent au taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies en fonction des taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,1 % en 2015 et en 2016 et à 0,2 % en 2017. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,2 % en 2015, 1,4 % en 2016 et 1,6 % en 2017¹. 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 diminuer quelque peu en 2015 avant d'augmenter à nouveau modestement dans le courant de 2016 et de 2017. 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 du 11 février, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait baisser, revenant de 99,3 dollars en 2014 à 58,5 dollars en 2015, avant de progresser pour atteindre 66,8 dollars en 2016 et 70,7 dollars en 2017. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer sensiblement en 2015 et augmenter en 2016 et 2017². 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 11 février. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,14 en 2015, de 1,13 en 2016 et 2017.

Hypothèses techniques

	Mars 2015				Décembre 2014			Révisions depuis décembre 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Cours de change EUR/USD	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-19) (variation annuelle en pourcentage)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis et sont exprimées en pourcentage pour les encours, en écarts pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements des emprunts publics.

- 1 L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.
- 2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières 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 premier trimestre 2016 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale. Les prix à la production dans l'UE, exprimés en euros, qui sont utilisés pour les prévisions concernant les prix à la consommation des produits alimentaires, font l'objet d'une projection basée sur un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

3. PRIX ET COÛTS

Les évolutions des cours des matières premières et des taux de change devraient déterminer grandement le profil de l'inflation dans la zone euro sur l'horizon de projection. Le recul marqué des cours du pétrole brut, observé récemment, devrait exercer une forte incidence à la baisse sur la hausse des prix de l'énergie en 2015, qui n'est que faiblement atténuée par la récente dépréciation de l'euro. L'évolution atone des cours des matières premières hors énergie entraîne des pressions à la baisse sur la hausse des prix à la consommation dans la zone euro qui se manifestent également par le biais des prix à l'importation autres que ceux du pétrole. À partir de 2016, l'évolution des prix externes est considérée comme un facteur renforçant les pressions à la hausse sur l'inflation dans la zone euro. En 2016, l'infléchissement marqué de la progression de l'IPCH est, dans une large mesure, lié à l'affaiblissement des effets à la baisse découlant du recul antérieur des cours du pétrole conjugué aux effets à la hausse exercés par la remontée prévue des prix du pétrole, qui devraient persister jusqu'en 2017 et refléter la trajectoire ascendante des prix des contrats à terme sur le pétrole. En outre, la progression des cours des matières premières hors énergie, le raffermissement de la demande mondiale et les effets décalés de la récente dépréciation de l'euro devraient engendrer une hausse sensible du déflateur des prix à l'importation entre 2015 et 2016.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2015				Décembre 2014			Révisions depuis décembre 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB en volume ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾	[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾			
Consommation privée	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Consommation publique	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
FBCF	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Exportations ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Importations ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Emploi	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Taux de chômage (% de la population active)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
IPCH	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
IPCH hors énergie et prod. alim.	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Rémunération par tête	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Productivité du travail	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Solde du compte courant (% du PIB)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant la Lituanie, sauf pour l'IPCH de 2014. La variation annuelle moyenne en pourcentage de l'IPCH pour 2015 est calculée sur la base d'une composition de la zone euro en 2014 comprenant déjà la Lituanie.

2) Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

4) 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 la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

5) Y compris les échanges intra-zone euro.

6) Le sous-indice est basé sur des estimations de l'incidence réelle de la fiscalité indirecte. Il peut différer des données d'Eurostat, qui sont fondées sur une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.

7) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. *document de travail*, n° 77, BCE, septembre 2001, et *document de travail*, n° 579, BCE, janvier 2007). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de mars 2012 et l'encadré intitulé *Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente*, publié dans le *Bulletin mensuel* de septembre 2014.

L'amélioration des marchés du travail et la réduction de la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie entraînent une accentuation des tensions sur les prix intérieurs sur l'horizon de projection. La croissance continue de l'emploi et le recul, dans une certaine mesure, du taux de chômage devraient soutenir l'accélération progressive de l'augmentation de la rémunération par personne occupée, de 1,5 % en 2014 à 2,3 % en 2017, le niveau élevé du chômage et le processus d'ajustement de la compétitivité en matière de coûts encore à l'œuvre dans certains pays de la zone euro entravant une reprise plus forte. Parallèlement, l'incidence à la baisse sur les salaires des effets de second

tour du recul marqué des cours du pétrole devrait être limitée. On devrait observer une telle évolution, compte tenu des rigidités à la baisse des salaires et dans la mesure où l'incidence s'exerçant par le biais des systèmes d'indexation automatique des salaires devrait être faible, ces systèmes s'appliquant généralement à des ajustements à la hausse ; en outre, dans un certain nombre de pays, ils ont été temporairement suspendus ou leur portée a été nettement réduite.

Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient s'accroître sensiblement sur l'horizon de projection, à la faveur de l'accélération de la reprise. Elles devraient être le principal facteur à l'origine de l'accentuation des tensions intérieures sur les coûts. Après la faible baisse attendue en 2015, les marges bénéficiaires devraient progresser sur le reste de l'horizon de projection sous l'effet de la nette amélioration de la productivité et du renforcement de l'activité économique.

Par rapport aux projections publiées en décembre 2014, la projection relative à la hausse de l'IPCH a été révisée sensiblement à la baisse pour 2015, mais a été revue légèrement à la hausse pour 2016. L'inflation mesurée par l'IPCH global a été revue en baisse de 0,8 point de pourcentage pour 2015 par rapport au précédent exercice de projection. Cette révision traduit essentiellement le fait que les cours du pétrole exprimés en dollars sont inférieurs aux prévisions antérieures, cette évolution n'ayant été que partiellement compensée par le recul du taux de change de l'euro contre le dollar. La révision à la baisse de l'IPCH hors énergie en 2015 représente 0,2 point de pourcentage et est liée à des erreurs de projection antérieures, reflétant, entre autres facteurs, les effets indirects de la baisse des cours du pétrole sur les prix des biens et des services. Pour 2016, la progression de l'IPCH a été révisée à la hausse à hauteur de 0,2 point de pourcentage. Cette révision à la hausse reflète les perspectives de croissance plus favorables, les effets décalés du recul du taux de change de l'euro et l'accentuation de la pente de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole. Les récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles, notamment le programme d'achat d'actifs, ont contribué à cette révision à la hausse de l'inflation à travers divers canaux.

4. PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

L'orientation budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection. Cela reflète une progression modérée des dépenses publiques par rapport au taux de croissance tendanciel, qui devrait être globalement compensée par des baisses d'impôts dans certains pays. L'incidence positive des stabilisateurs budgétaires automatiques sur la demande intérieure diminuera à mesure que l'économie se redressera².

Le déficit public et les ratios d'endettement se contracteraient progressivement sur l'horizon de projection. La diminution du ratio de déficit public par rapport au PIB est confortée par l'amélioration cyclique de l'économie de la zone euro. Le solde budgétaire structurel devrait s'améliorer légèrement sur l'horizon, traduisant principalement les économies réalisées sur les charges d'intérêts en raison d'une baisse du taux d'intérêt implicite. Le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait atteindre un pic en 2014 et commencer à diminuer sur l'horizon de prévision à la faveur de l'amélioration du solde budgétaire, du renforcement de la croissance économique et du faible niveau des taux d'intérêt.

Par rapport aux projections publiées en décembre 2014, les perspectives budgétaires se sont améliorées. En l'absence d'informations importantes concernant les politiques budgétaires, la faible révision à la hausse apportée au solde budgétaire des administrations publiques est attribuable essentiellement à l'amélioration des perspectives macroéconomiques et à l'allègement de la charge d'intérêts découlant d'une nouvelle baisse des coûts des emprunts souverains. Les perspectives

² Les hypothèses budgétaires prennent en compte les informations contenues dans les lois de finances pour 2015 et les plans budgétaires nationaux à moyen terme disponibles à la date du 20 février 2015. Elles tiennent compte de toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été définies en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

concernant la dette publique se sont également améliorées grâce aux révisions favorables du différentiel charges d'intérêts/croissance et, dans une moindre mesure, du solde primaire.

Encadré 4

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de certaines variables clés. Certaines variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, la sensibilité de ces dernières à des trajectoires alternatives de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques entourant les projections. Le présent encadré examine l'incertitude concernant les cours du pétrole et les taux de change, et la sensibilité des projections par rapport à ces variables.

1) Évolution différente des cours du pétrole

Les hypothèses techniques prévoient une progression des cours du pétrole sur l'horizon de projection. Cette évolution est cohérente avec un redressement de la demande mondiale de pétrole dans le sillage du raffermissement de l'économie mondiale et avec une légère réduction de l'offre de pétrole en raison du sous-investissement et des pertes de capacités de production dans certains pays producteurs de pétrole.

Toutefois, dans un scénario alternatif, les cours du pétrole pourraient rester globalement à leurs niveaux actuels sur l'ensemble de la période de projection, affichant une divergence croissante par rapport aux hypothèses de référence relatives aux cours du pétrole. Une telle évolution serait cohérente avec une offre de pétrole soutenue et une reprise limitée de la demande mondiale. Sur la base d'un certain nombre de modèles macroéconomiques élaborés par la BCE, il a été estimé qu'une trajectoire plate des prix du pétrole se traduirait par une hausse de l'IPCH dans la zone euro inférieure d'environ 0,1-0,2 point de pourcentage à la projection de référence pour 2015 et de 0,3-0,6 point pour 2016. La progression de l'IPCH s'établirait à environ 0,2-0,3 point de pourcentage en deçà de la projection de référence. Parallèlement, l'évolution différente des cours du pétrole soutiendrait la croissance du PIB en volume à hauteur d'environ 0,1-0,2 point de pourcentage tant en 2016 qu'en 2017.

2) Schéma alternatif de l'évolution du taux de change

Alors que le scénario de référence prévoit un taux de change effectif inchangé de l'euro jusqu'à la fin de l'horizon, il pourrait être envisagé un scénario dans lequel une nouvelle dépréciation de l'euro pourrait résulter d'une divergence entre les perspectives de croissance de la zone euro et celles des États-Unis. Un tel scénario serait conforme aux anticipations relatives à une nouvelle divergence entre les orientations respectives de la politique monétaire dans ces deux économies. Une trajectoire alternative de l'euro, prévoyant une nouvelle dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le 12 février 2015, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,04 en 2017, soit 8,8 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence pour cette année-là. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52 %. Cela entraîne une divergence graduelle du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 4,8 % en deçà du scénario de référence en 2017. Dans ce scénario, les résultats de différents modèles macroéconomiques élaborés par les experts de la BCE vont dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et de la progression de l'IPCH, à hauteur de 0,1-0,4 point de pourcentage en 2015, 2016 et 2017.

Encadré 5**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 la BCE, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates différentes. 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).

Comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB			Hausse de l'IPCH		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projections des services de la BCE	Mars 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1-1,9]	[0,8-3,0]	[0,9-3,3]	[-0,3-0,3]	[0,8-2,2]	[1,0-2,6]
Commission européenne	Février 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OCDE	Novembre 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Baromètre de la zone euro	Février 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus économique	Février 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Février 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
FMI	Janvier 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, hiver 2015 ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2015 (PIB) et Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2014 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2014 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Note : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et 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.

Dans les prévisions actuellement disponibles des autres institutions, la croissance du PIB en volume de la zone euro et la progression de l'IPCH sont similaires ou légèrement inférieures aux projections de la BCE.

© Banque centrale européenne, 2015

Adresse : Sonnemannstrasse 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Adresse postale : 60640 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.