



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE SEPTEMBRE 2014 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE¹

Les indicateurs récents semblent indiquer un affaiblissement des perspectives à court terme, dans un contexte caractérisé par une évolution en demi-teinte des échanges, des tensions géopolitiques et des incertitudes concernant le processus de réforme engagé dans certains pays de la zone euro. Néanmoins, selon le scénario de référence des projections, les forces sous-jacentes nécessaires à la poursuite de la reprise sont toujours à l'œuvre. La demande intérieure profitera de l'orientation accommodante de la politique monétaire – renforcée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises en juin 2014 – et de conditions d'offre de crédits plus favorables. Le scénario de référence des projections repose sur l'hypothèse d'une politique budgétaire globalement neutre, après des années de rigueur en la matière. En outre, la consommation privée sera soutenue par l'incidence du faible niveau des prix des matières premières et de la hausse des revenus à mesure de l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail ; l'investissement bénéficiera pour sa part d'un moindre besoin d'ajustement des bilans et d'effets de rattrapage après des années d'activité atone, même s'il sera freiné initialement par l'existence d'importantes capacités inutilisées. Les exportations profiteront de la reprise graduelle de l'économie mondiale ainsi que des effets du fléchissement du taux de change effectif de l'euro. Le PIB en volume devrait croître de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Ces taux étant supérieurs à ceux de la croissance potentielle estimée, ils contribuent à la réduction progressive de l'écart de production.

L'inflation mesurée par l'IPCH devrait demeurer faible à court terme dans la zone euro, se situant en moyenne à 0,6 % en 2014. Elle devrait ensuite augmenter lentement pour atteindre, selon les projections, 1,1 % en 2015 et 1,4 % en 2016. La progression escomptée de l'inflation globale traduit l'amélioration attendue de l'activité économique, entraînant une accélération de la hausse des salaires et des bénéfices. Par ailleurs, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et, plus généralement, des prix à l'importation de la zone euro, notamment en lien avec le niveau plus faible du taux de change de l'euro, devrait accentuer les tensions à la hausse sur les prix. Toutefois, le niveau des capacités inutilisées et la baisse attendue des cours du pétrole au vu de la trajectoire baissière des prix des contrats à terme pèsent sur les perspectives d'inflation.

Par rapport aux projections publiées dans l'édition de juin 2014 du Bulletin mensuel, la projection pour la croissance du PIB en volume a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, compte tenu du résultat plus faible que prévu au deuxième trimestre et du tassement des exportations au second semestre. La projection pour 2015 a également été révisée à la baisse, principalement en raison de l'acquis de croissance moins favorable. À l'inverse, la projection pour 2016 a été revue à la hausse de 0,1 point de pourcentage, essentiellement du fait de l'incidence favorable de l'amélioration des conditions de financement sur l'investissement du secteur privé. L'inflation mesurée par l'IPCH a fait l'objet d'une révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, reflétant les résultats plus faibles que prévu enregistrés au cours des derniers mois en la matière. Les projections pour 2015 et 2016 sont inchangées, dans la mesure où la dynamique sous-jacente de la progression de l'IPCH hors énergie plus faible que prévu est globalement compensée par l'augmentation un peu plus marquée de la composante énergétique de l'IPCH, étant donné la révision à la hausse des hypothèses relatives aux cours du pétrole et la révision à la baisse de celles concernant les taux de change.

Les mesures prises récemment par la BCE ne sont incluses dans le scénario de référence qu'au travers de leur incidence sur les hypothèses techniques relatives aux variables financières (taux d'intérêt du marché et cours boursiers, y compris les taux de change). Par conséquent, il est probable que le scénario de

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'arrêté des informations présentées dans cet exercice était le 21 août 2014.

référence des projections sous-estime l'incidence de l'ensemble de mesures, certains canaux supplémentaires n'étant pas pris en compte (cf. encadré 2).

Cet article résume les projections macroéconomiques pour la zone euro pour la période 2014-2016. Des projections sur un horizon aussi long sont soumises à une incertitude très élevée,² ce qu'il convient de garder à l'esprit lors de leur interprétation.

Pour la première fois, les projections pour la zone euro englobent la Lituanie.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir sur l'horizon de projection, passant de 3,7 % en 2014 à 4,2 % en 2015 et à 4,3 % en 2016. En dépit de la volatilité à court terme, le rythme de la croissance dans les économies avancées hors zone euro se renforce. L'activité des marchés émergents s'est également redressée, tirée par la forte accélération de l'économie chinoise. Les indicateurs mondiaux confirment que la croissance est en voie de consolidation. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se renforcer. L'orientation très accommodante des politiques monétaires mises en œuvre dans les économies avancées continue de soutenir les marchés financiers et la reprise mondiale. Celles-ci devraient également profiter de plus en plus de l'apaisement des vents contraires, dans le contexte du ralentissement du processus de désendettement du secteur privé, du besoin réduit de mesures d'assainissement budgétaire et de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. En revanche, dans plusieurs pays émergents, les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures, les contraintes de capacités et certains déséquilibres macroéconomiques risquent de restreindre le potentiel de croissance, tandis que d'autres économies émergentes s'adaptent au durcissement des conditions financières et à la normalisation escomptée de la politique monétaire aux États-Unis.

Les échanges internationaux ont perdu de leur dynamisme depuis la fin de l'année dernière. Par la suite, la hausse des investissements dans les économies avancées hors zone euro devrait permettre un redressement progressif des échanges internationaux. Toutefois, certains facteurs structurels, notamment le ralentissement de l'intégration par l'intermédiaire des chaînes d'approvisionnement mondiales, doivent aussi être pris en considération. Par conséquent, en ligne avec les prévisions précédentes, la projection suppose une élasticité du commerce mondial par rapport à l'activité inférieure à celle observée avant la crise financière mondiale. Les échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devraient croître de 3,9 % en 2014, de 5,5 % en 2015 et de 5,9 % en 2016. La demande d'importations émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro augmentant moins rapidement que celle du reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus faible que celle du commerce mondial (cf. tableau 1).

Tableau 1 L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2014				Juin 2014			Révisions depuis juin 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

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.

2 Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du Bulletin mensuel, les perspectives de croissance mondiale ont été revues à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2014 et de 0,2 point de pourcentage tant pour 2015 que pour 2016. Toutefois, ces révisions sont de nature technique et s'expliquent entièrement par l'actualisation des pondérations du PIB sur la base des parités de pouvoir d'achat servant à calculer différents agrégats d'activité mondiale, qui a conduit à attribuer davantage d'importance aux économies de marché émergentes enregistrant une croissance plus rapide, et non par un changement de perspectives au niveau des pays.³ En excluant les effets de la révision des pondérations, la projection de croissance du PIB mondial demeure globalement inchangée. La demande extérieure de la zone euro a été revue en baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2014 et pour 2015 et de 0,1 point de pourcentage pour 2016. Ces révisions à la baisse reflètent le point de vue selon lequel l'expansion du commerce mondial serait plus faible que prévu ainsi que les perspectives plus pessimistes concernant les échanges avec la Russie et l'Ukraine (cf. encadré 4).

Encadré 1

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

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au mercredi 13 août 2014. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au 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 2014 et en 2015 et à 0,3 % en 2016. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 2,3 % en 2014, de 2,2 % en 2015 et de 2,5 % en 2016¹. 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 demeurer globalement stables en 2014 et 2015, avant d'augmenter légèrement courant 2016.

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 revenir de 109,8 dollars au deuxième trimestre de 2014 à 102,7 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux subir un recul prononcé en 2014, avant de se raffermir en 2015 puis d'augmenter un peu plus rapidement en 2016².

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 mercredi 13 août 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,36 en 2014 et de 1,34 en 2015 et 2016.

3 À la suite de la publication des résultats de l'enquête de 2011 effectuée par le Programme de comparaison internationale afin d'établir une nouvelle base de référence pour le calcul des parités de pouvoir d'achat (PPA), le FMI a mis à jour les estimations de PIB en PPA figurant dans ses Perspectives de l'économie mondiale (cf. l'encadré dans la mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale du FMI publiée en juillet 2014).

Hypothèses techniques

	Septembre 2014				Juin 2014			Révisions depuis juin 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendements des emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cours du pétrole (en dollars par baril)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Cours de change EUR/USD	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-20) (variations annuelles en pourcentage)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

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

1) Les révisions 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.

Les hypothèses budgétaires tiennent compte des lois de finances et des budgets supplémentaires approuvés des pays de la zone euro, de leurs programmes budgétaires à moyen terme et des mesures budgétaires clairement définies issues des mises à jour des programmes de stabilité disponibles au 21 août 2014. Elles englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été définies de manière suffisamment détaillée par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Dans l'ensemble, ces hypothèses suggèrent, en moyenne, des efforts d'assainissement budgétaire limités sur l'horizon de projection, sur la base des programmes budgétaires pour 2014, alors que peu d'informations sont disponibles pour 2015 et 2016. L'assainissement budgétaire attendu sur la période de projection est nettement plus faible que celui observé ces dernières années.

Par rapport à l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel*, les principales variations des hypothèses techniques comprennent un plus faible niveau des taux d'intérêt à court et à long terme dans la zone euro ainsi qu'un taux de change effectif de l'euro plus bas. Si les cours du pétrole exprimés en dollars sont légèrement plus élevés que dans les projections de juin, les prix des matières premières hors énergie ont été revus à la baisse.

- 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 troisième trimestre de 2015 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.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

La reprise économique dans la zone euro a marqué le pas au deuxième trimestre de 2014, après quatre trimestres de faible croissance. L'atonie de l'activité observée au deuxième trimestre semble découler en partie de l'incidence négative exercée par plusieurs facteurs ponctuels. Premièrement, l'activité a été

exceptionnellement gonflée au premier trimestre par le faible nombre de jours de congé (la totalité des vacances scolaires de Pâques étant tombée au deuxième trimestre) ainsi que par l'hiver doux ayant stimulé la construction. Les ajustements en fonction des variations saisonnières ou du nombre de jours ouvrés n'ont pas permis de suffisamment rendre compte de ces effets à la hausse qui, en s'effaçant au deuxième trimestre, se sont traduits par un ralentissement de la croissance. Deuxièmement, des effets de calendrier négatifs liés au nombre plus élevé que d'habitude de « jours de pont » autour des jours fériés dans nombre de pays de la zone euro ont sans doute réduit le nombre de jours ouvrés effectifs au mois de mai, facteur n'étant pas pris en compte dans l'ajustement en fonction des jours ouvrés.

S'agissant du second semestre de 2014, si les indicateurs de confiance demeurent proches de leurs niveaux moyens à long terme, leur fléchissement récent laisse supposer une progression plutôt modeste de l'activité à court terme. La détérioration des données d'enquêtes s'inscrit dans le contexte des tensions géopolitiques qui se sont encore intensifiées récemment (cf. encadré 4) ainsi que d'incertitudes concernant le processus de réforme économique engagé dans certains pays de la zone euro. D'une manière générale, il ressort de la projection que la reprise de l'activité devrait être plutôt modérée au second semestre de 2014, soit plus faible que prévu auparavant.

À plus long terme, à supposer que les tensions mondiales ne s'intensifient pas davantage, la croissance du PIB en volume devrait s'accélérer graduellement sur l'horizon de projection. La progression du PIB en volume devrait se raffermir en 2015 et 2016 et les écarts de croissance entre les pays devraient se resserrer du fait des progrès accomplis en vue de mettre fin à la fragmentation des marchés financiers, de la réduction des différences d'orientation des politiques budgétaires et de l'incidence positive sur l'activité des réformes structurelles engagées par le passé dans plusieurs pays. La reprise escomptée de l'activité sera principalement soutenue par un renforcement de la demande intérieure, sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire – dont l'incidence va être accentuée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises récemment –, d'une politique budgétaire globalement neutre après des années de rigueur en la matière et du retour à des conditions neutres d'offre de crédits. En outre, la consommation privée devrait bénéficier du redressement des revenus réels disponibles découlant de l'incidence favorable de la faible progression des prix des matières premières et de l'accélération de la hausse des salaires. L'investissement privé résidentiel et non résidentiel devrait pour sa part profiter de la dissipation de l'incidence négative des besoins d'ajustement des bilans et d'un effet de rattrapage après des années d'investissements atone. Par ailleurs, l'activité sera également de plus en plus soutenue par le raffermissement progressif de la demande extérieure, renforcé par la récente dépréciation du taux de change effectif de l'euro et les gains de compétitivité antérieurs. Plusieurs facteurs continuent néanmoins de freiner le retour à une croissance plus rapide. L'effet négatif des taux de chômage élevés enregistrés dans certains pays sur les perspectives de la consommation privée ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection, tandis que l'existence d'importantes capacités inutilisées dans certains pays, voire, dans d'autres, de contraintes pesant sur l'offre de travail devrait continuer de brider les dépenses d'investissement. De plus, les tensions géopolitiques actuelles assombrissent les perspectives à court terme en matière d'investissement et d'exportations. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Ce profil d'expansion traduit l'augmentation régulière de la contribution de la demande intérieure conjuguée à une faible contribution positive des exportations nettes.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, les exportations hors zone euro devraient s'accélérer vers la fin de 2014 et dans le courant de l'année 2015, à la faveur du raffermissement progressif de la demande extérieure de la zone euro et de l'incidence positive de la récente dépréciation de l'euro. Les tensions apparues dernièrement entre l'UE et la Russie ont, dans l'ensemble, des implications limitées pour la demande extérieure et les exportations de la zone euro mais certains pays entretenant des liens commerciaux relativement forts avec la Russie pourraient être plus fortement touchés. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient légèrement diminuer sur l'horizon de projection, une certaine hétérogénéité prévalant toutefois à cet égard entre les pays de la zone euro, reflétant des évolutions de la compétitivité et des structures des échanges différentes. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter un peu plus lentement que les exportations hors zone euro étant donné le relatif manque de vigueur de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait amorcer un redressement graduel sur la période de projection, soutenu par le renforcement de la demande intérieure et extérieure dans un contexte d'accumulation des besoins d'investissements de remplacement, le niveau très bas des taux d'intérêt et l'amélioration attendue de la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs dans certains pays, le raffermissement des bénéficiaires et l'apparition d'effets un peu plus favorables sur l'offre de crédit. Toutefois, l'incidence négative exercée par la baisse de la croissance tendancielle et la poursuite de la restructuration des bilans des entreprises dans certains pays de la zone euro font obstacle à une reprise plus marquée de l'investissement des entreprises. À la fin de l'horizon de projection, le niveau d'investissement des entreprises devrait encore être inférieur de 6 % à son niveau record d'avant la crise, avec d'importantes disparités à cet égard entre les pays de la zone euro.

L'investissement résidentiel devrait remonter peu à peu au second semestre de 2014, avant de s'accélérer en 2015 à mesure de la reprise de l'activité dans un contexte caractérisé par un bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires et l'amélioration des conditions d'offre de crédits ainsi que de la disparition progressive des besoins d'ajustement. Toutefois, dans certains pays, l'ajustement des marchés immobiliers et (ou) la progression toujours modeste du revenu réel disponible continuent de freiner la construction résidentielle. L'investissement public devrait pour sa part rester faible sur l'ensemble de l'horizon de projection, sous l'effet des efforts de réduction des dépenses toujours déployés dans plusieurs pays de la zone euro qui neutralisent le profil d'investissement public plus expansionniste d'autres pays.

L'emploi en termes de personnes occupées s'est légèrement accru au premier semestre de 2014. Toutefois, la croissance de l'emploi devrait demeurer faible au second semestre de 2014, avant de se raffermir quelque peu en 2015 et 2016. La reprise escomptée de l'emploi s'explique par le rebond de l'activité, l'incidence à la hausse de la modération salariale passée et l'incidence positive des réformes du marché du travail qui ont accru la flexibilité et soutenu la création d'emplois dans le secteur privé, notamment dans certains pays en difficulté. Cela étant, les nouvelles diminutions des effectifs du secteur public dans certains pays ralentiront la croissance globale de l'emploi. La population active devrait s'accroître faiblement au cours de l'horizon de projection en raison de l'immigration et à mesure que l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail stimulera la participation de certains segments de la population. Le taux de chômage a légèrement baissé ces derniers mois, principalement sous l'effet du redressement de l'emploi. Il devrait continuer à reculer sur l'horizon de projection tout en restant nettement supérieur aux niveaux enregistrés avant la crise. La productivité du travail (mesurée en termes de production par personne employée) devrait s'améliorer, traduisant la reprise attendue de la croissance du PIB en volume et la réaction décalée de l'emploi à l'évolution de l'activité.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2014				Juin 2014			Révisions depuis juin 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB en volume ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾	[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾			
Consommation privée	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Consommation publique	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
FBCF	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Exportations ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Importations ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Emploi	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Taux de chômage (% de la population active)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
IPCH	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾	[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Rémunération par tête	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Productivité du travail	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Solde du compte courant (% du PIB)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) La Lituanie est incluse dans les projections pour 2015. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2015 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lituanie dès 2014. La projection relative aux variables relatives aux comptes nationaux s'appuie sur la norme du SEC 95.

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. Le calcul respecte l'approche du SEBC concernant les soldes budgétaires corrigés du cycle (voir Bouthevillain (C.) et al., *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, document de travail de la BCE, n° 77, septembre 2001) et la définition du SEBC des mesures temporaires (voir Kremer (J.) et al., *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, document de travail de la BCE, n° 579, 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 une réflexion à ce sujet, notamment en ce qui concerne la méthodologie de la Commission européenne, 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 la présente édition du *Bulletin mensuel*.

La consommation privée devrait se redresser sur l'horizon de projection, suivant étroitement la croissance du revenu réel disponible. Celui-ci devrait être soutenu par l'augmentation des revenus du travail, reflétant la progression de l'emploi et l'accélération de la hausse des salaires, une incidence moins néfaste de l'assainissement budgétaire, le renforcement de la contribution d'autres sources de revenus des ménages (rémunération en fonction des résultats, principalement) et la modicité des prix des matières

premières. Le taux d'épargne devrait rester stable. Cela reflète l'influence d'effets opposés : d'une part, l'incidence baissière de la chute des taux d'intérêt et le recul progressif du chômage allant de pair avec un besoin réduit d'épargne de précaution ; et d'autre part, les effets à la hausse découlant de la baisse de la désépargne forcée dans certains pays, l'accroissement du revenu disponible facilitant la consommation. La consommation publique devrait quant à elle augmenter de façon modérée sur l'horizon de projection.

Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient croître légèrement sur l'horizon de projection. Elles restent limitées par la croissance atone de la demande globale de la zone euro et une certaine incidence baissière liée à la récente dépréciation de l'euro. Les exportations nettes ne devraient contribuer que faiblement à la croissance du PIB en volume sur l'horizon. L'excédent du compte courant devrait quant à lui demeurer globalement stable, atteignant 2,4 % du PIB en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du Bulletin mensuel, la projection pour la croissance du PIB en volume a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, essentiellement en raison du résultat plus faible que prévu au deuxième trimestre. De plus, dans le contexte du renforcement des tensions géopolitiques, l'incidence du niveau plus bas de la demande mondiale sur les exportations et, dans une moindre mesure, le fléchissement des investissements impliquent une révision à la baisse de l'activité au deuxième semestre de 2014. La projection pour 2015 a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage, principalement du fait de l'acquis de croissance plus faible que prévu. La projection pour 2016 a en revanche été revue à la hausse de 0,1 point de pourcentage, en raison surtout de l'incidence positive de conditions de financement plus favorables – accentuées par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées – sur l'investissement privé.

PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,3 % en août 2014. Le niveau actuellement modéré de l'inflation s'explique par la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que par l'atonie de la tendance des prix des produits manufacturés hors énergie et des services.

Après une progression de 0,6 % au deuxième trimestre de 2014, l'inflation globale mesurée par l'IPCH devrait encore ralentir légèrement, revenant à 0,4 % au troisième trimestre avant de remonter à 0,7 % au dernier trimestre de 2014. La hausse de l'IPCH devrait continuer de se renforcer progressivement sur l'horizon de projection, pour atteindre un taux de 1,5 % au quatrième trimestre de 2016. Le resserrement de l'écart de production négatif dans le contexte du raffermissement de la reprise, entraînant une accélération de la hausse des salaires et des bénéfices, devrait avoir une certaine incidence à la hausse sur l'inflation. Par ailleurs, la progression des prix des matières premières hors énergie et des prix à l'importation de la zone euro, renforcée par le fléchissement du taux de change de l'euro, devrait contribuer à l'augmentation des prix à la consommation dans la zone euro. Néanmoins, l'inflation devrait être contenue jusqu'en 2016 par le niveau des capacités inutilisées dans la mesure où l'écart de production négatif ne devrait se réduire que partiellement d'ici là, laissant supposer une progression très modeste des salaires et des marges bénéficiaires, ainsi que par la baisse attendue des cours du pétrole ressortant de l'observation des marchés à terme.

De façon plus détaillée, l'évolution des prix de l'énergie devrait clairement demeurer en territoire négatif au troisième trimestre de 2014, puis se maintenir autour de zéro sur le reste de la période de projection. L'incidence de la trajectoire légèrement baissière des cours à terme du pétrole brut sur les prix à la consommation de l'énergie est partiellement compensée sur l'horizon de projection par des effets à la hausse découlant de facteurs comme la dépréciation de l'euro et l'évolution des prix d'autres produits énergétiques. Dans l'ensemble, la contribution des prix de l'énergie à la hausse de l'IPCH devrait être nulle au cours de la période de projection, ce qui est nettement en retrait par rapport à la contribution moyenne de 0,5 point de pourcentage enregistrée entre 1999 et 2013. L'évolution de cette composante de l'IPCH explique ainsi dans une large mesure les perspectives d'inflation plus modérées sur l'horizon de projection en comparaison avec la progression observée durant les quinze premières années de l'Union monétaire.

La progression des prix des produits alimentaires devrait rester quasi nulle au troisième trimestre de cette année, avant de s'accélérer fortement au cours des trimestres suivants et jusqu'à la mi-2015, période à laquelle la forte incidence baissière des conditions météorologiques sur les prix des denrées alimentaires non transformées et les effets de base baissiers devraient s'estomper. Par la suite, la hausse des prix des produits alimentaires devrait se poursuivre, quoique plus progressivement, pour atteindre un taux de 2,0 % à la fin de l'horizon de projection. La poursuite de l'augmentation des prix des denrées alimentaires traduit la progression escomptée des prix agricoles à la production dans l'UE en rapport avec le raffermissement graduel de la reprise économique. Dans l'ensemble, la contribution des prix des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH devrait s'élever à 0,2 point de pourcentage sur l'horizon de projection, ce qui est en retrait par rapport à la contribution moyenne de 0,5 point de pourcentage enregistrée entre 1999 et 2013 et apporte donc une autre explication aux perspectives d'inflation relativement modestes.

La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait avoir atteint un point bas, s'établissant à 0,8 % entre le dernier trimestre de 2013 et le troisième trimestre de 2014. Elle se redresserait progressivement sur l'horizon de projection en liaison avec l'accélération de la reprise économique, accompagnée d'un resserrement de l'écart de production, et le renforcement de la hausse des salaires et des bénéfices. Cet indicateur d'inflation sous-jacente devrait atteindre un taux de 1,5 % au dernier trimestre de 2016. La contribution de cette composante à la progression de l'IPCH global est également inférieure à la moyenne, puisqu'elle se situerait à 0,8 point de pourcentage sur l'horizon de projection, contre une contribution moyenne à long terme de 1,1 point de pourcentage.

Les hausses de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer légèrement à la hausse de l'IPCH en 2014, à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ. Faute d'informations sur les mesures budgétaires approuvées sur le reste de l'horizon de projection, la contribution de la fiscalité indirecte pour 2015 et 2016 est actuellement jugée négligeable (en comparaison avec une moyenne historique de 0,2 %).

Les facteurs d'origine externe influant sur les prix ont exercé une nette incidence baissière sur l'évolution récente de l'inflation mesurée par l'IPCH. Le taux de croissance annuel du déflateur des prix à l'importation a accusé un repli marqué, passant de 2,4 % en 2012 à -2,0 % au premier trimestre de 2014. Ce recul s'explique par le faible niveau des prix mondiaux dû à la croissance atone de l'économie planétaire, l'appréciation antérieure de l'euro et la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. Les fortes tensions à la baisse d'origine externe sur les prix devraient prendre fin au second semestre de 2014, une inversion de tendance étant prévue concernant le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation. Sur l'horizon de projection, le taux de variation annuel du déflateur des prix à l'importation devrait s'inscrire en hausse jusqu'au début de l'année 2015, puis il se stabiliserait dans une large mesure aux alentours de 1,4 % sur le reste de l'horizon de projection, soit un rythme de progression proche de son niveau moyen à long terme. Le rebond du déflateur des prix à l'importation traduit la hausse attendue des prix dans le monde compte tenu du raffermissement de l'économie mondiale, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et le niveau plus faible du taux de change de l'euro.

En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail de la zone euro devrait engendrer une certaine accélération de la rémunération par tête. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'amenuiser au cours des deux premières années de l'horizon de projection, revenant à 1,0 % en 2014 puis à 0,8 % en 2015, avant de se raffermir légèrement pour atteindre 1,1 % en 2016. Le ralentissement de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les deux premières années de l'horizon de projection s'explique par la progression modeste de la rémunération par tête, conjuguée au renforcement de la croissance de la productivité du travail. En 2016, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'accélérer légèrement en raison du redressement de la rémunération par tête conjugué à une productivité globalement stagnante. Cette évolution traduit la réaction décalée de la hausse des salaires et de l'emploi à la reprise économique, étant donné la forte atonie des marchés du travail de la zone euro, dont la situation ne s'améliore que lentement.

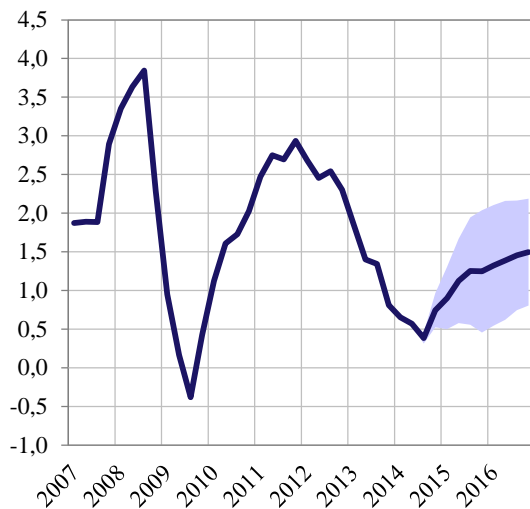
Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient décroître légèrement en 2014. Par la suite, elles devraient se raffermir graduellement, à la faveur de la reprise conjoncturelle de l'activité économique.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

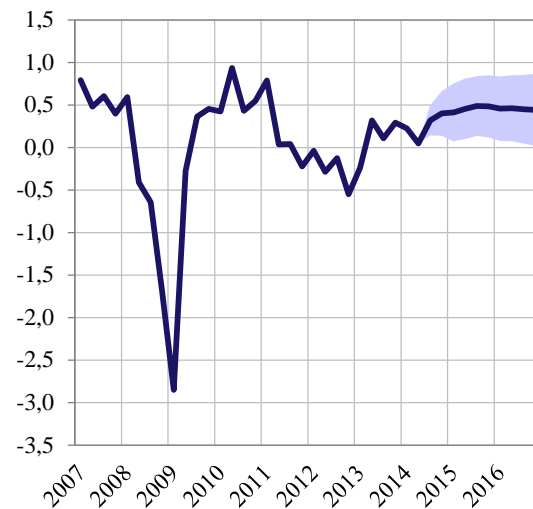
IPCH de la zone euro

(variation sur douze mois en pourcentage)



PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles 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.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du Bulletin mensuel, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, principalement en raison des résultats plus faibles que prévu enregistrés en la matière au cours des derniers mois. Pour 2015 et 2016, la projection de hausse de l'IPCH est inchangée. En effet, la révision à la baisse de la progression de l'IPCH hors énergie est compensée dans une large mesure par la révision à la hausse des composantes de l'IPCH liées à l'énergie. S'agissant du premier élément, les résultats en matière d'inflation plus faibles qu'escompté enregistrés récemment devraient entraîner un affaiblissement plus durable que prévu de la dynamique sous-jacente de la progression de l'IPCH hors énergie. Dans le même temps, l'hypothèse d'un niveau plus élevé des cours du pétrole et celle d'un niveau plus bas des taux de change se traduisent par une révision à la hausse de la composante énergétique de l'IPCH.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1, le déficit des administrations publiques de la zone euro devrait se contracter progressivement, revenant de 3,0 % du PIB en 2013 à 1,9 % en 2016. Cette réduction est liée principalement à l'amélioration de la situation conjoncturelle. Le solde structurel devrait se redresser légèrement sur l'ensemble de l'horizon de projection, à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris dans certains pays de la zone euro et de l'interruption prévue du soutien accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. La poursuite de la croissance modérée des dépenses publiques devrait plus que compenser les allègements de la fiscalité directe mis en œuvre dans plusieurs pays. Au regard des hypothèses actuelles relatives aux politiques budgétaires, l'amélioration structurelle se poursuivrait toutefois à un rythme beaucoup plus lent que ces dernières années. Le ratio de dette brute des

administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro atteindrait un pic de 93,9 % en 2014, puis reviendrait à 91,5 % en 2016.

Encadré 2

TRAITEMENT, DANS LES PROJECTIONS, DU PROGRAMME DE POLITIQUE MONÉTAIRE ÉTABLI PAR LA BCE EN JUIN 2014

Le programme de politique monétaire annoncé le 5 juin 2014 comprend un large éventail de mesures, certaines impliquant une mise en œuvre immédiate (réductions des taux directeurs de la BCE et prolongation des procédures d'appels d'offres intégralement servis à taux fixe), d'autres prenant effet à compter de septembre 2014 (opérations de refinancement à plus long terme ciblées - TLTRO), d'autres enfin n'étant pas encore précisées et décidées à la date d'arrêt des présentes projections (achats fermes de titres adossés à des actifs - ABS).

Dans ce contexte, l'approche adoptée pour cette projection est de laisser le programme de politique monétaire avoir une incidence sur le scénario de base dans la même mesure qu'il a influé sur les hypothèses financières techniques de marché (concernant les taux du marché et les cours des actions, taux de change y compris). Dans ces hypothèses, la répercussion des variations devrait être conforme aux observations historiques. Autrement dit, aucun ajustement fondé sur une appréciation visant à formuler des hypothèses concernant les taux débiteurs et les effets sur l'offre de crédit n'est apporté au cadre de modélisation standard ou à tout autre aspect du calcul du scénario de base.

Le scénario de base ne tient pas compte d'un grand nombre d'autres canaux potentiels, dont la répercussion de l'allègement des coûts de financement des banques sur leurs taux débiteurs, des conditions d'offre de crédit favorables et l'utilisation par les banques de fonds provenant d'opérations TLTRO pour les achats d'actifs. Dans l'ensemble, le scénario de base est donc susceptible de sous-estimer l'incidence du programme de politique monétaire, qui représente clairement un risque à la hausse en termes de croissance et d'inflation pour les projections correspondantes.

Encadré 3

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 étudie l'incertitude concernant trois hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces hypothèses¹.

1) Une évolution différente des cours du pétrole

Les hypothèses relatives aux cours du pétrole retenues pour les projections actuelles de la BCE s'appuient sur les anticipations des marchés, mesurées par les cours des contrats à terme, qui font apparaître une baisse des cours du pétrole sur l'horizon de projection (cf. encadré 1). Ce profil reste cependant entouré d'incertitudes.

La baisse attendue des cours du pétrole peut refléter la perception par le marché d'une inversion partielle à venir de l'évolution de la production de pétrole dans plusieurs pays de l'OPEP, qui a été réduite récemment en raison de l'instabilité politique ou des tensions géopolitiques, et/ou d'une compensation de cette baisse par la hausse de la production mondiale de pétrole de schiste. Cependant, dans le cas où des événements géopolitiques inattendus surviendraient à court et moyen terme dans d'importants pays

producteurs de pétrole (par exemple en Russie) ou si la reprise mondiale était plus forte à moyen terme, une hausse des cours du pétrole pourrait avoir lieu.

Globalement, dans le contexte de la reprise mondiale, un niveau des cours du pétrole plus élevé que celui prévu dans le scénario de référence paraît plausible. Dès lors, un ajustement à la hausse plus marqué des contrats à terme est pris en compte dans la présente analyse de sensibilité². L'évolution alternative repose sur l'hypothèse de niveaux des cours du pétrole supérieurs de 3 %, 6 % et 10 % aux cours des contrats à terme en 2014, 2015 et 2016. Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par la BCE, le niveau plus élevé des cours du pétrole se traduirait par une progression de l'IPCH supérieure de 0,1 à 0,2 point de pourcentage au scénario de référence de la projection pour les années 2015 et 2016. Parallèlement, des cours du pétrole plus élevés freineraient la croissance du PIB en volume, qui serait inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2015 et 2016.

2) Un schéma alternatif de l'évolution du taux de change

Le scénario de base établit l'hypothèse d'un taux de change effectif inchangé de l'euro jusqu'à la fin de l'horizon. Cela étant, un affaiblissement de l'euro pourrait résulter d'une détérioration des anticipations de croissance et d'inflation dans la zone euro par rapport à l'économie des États-Unis, ainsi que des anticipations d'orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, impliquant que les marchés tablent sur une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro et une normalisation accélérée aux États-Unis. Une trajectoire alternative de l'euro, prévoyant une plus forte dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le 13 août 2014, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire table sur une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,24 en 2016, soit 7,4 % en deçà de l'hypothèse du scénario de base. 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 base, s'établissant à 3,9 % en deçà du scénario de base en 2016.

Les résultats des modèles macroéconomiques établis par les services de la BCE font état d'une augmentation de la croissance du PIB en volume (0,1 - 0,3 point de pourcentage en 2015 et 2016) et d'une accélération de la hausse de l'IPCH en 2015 et 2016 (0,2 - 0,3 point de pourcentage) dans un tel cas.

3) Mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire

Comme il est précisé dans l'encadré 1, les hypothèses relatives aux politiques budgétaires englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour la plupart des pays, les mesures incluses dans le scénario de référence des projections sont en retrait par rapport aux exigences d'assainissement budgétaire fixées au titre du volet correctif ou préventif du Pacte de stabilité et de croissance. L'engagement à respecter ces exigences se reflète globalement dans les programmes de stabilité pour 2014 et dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI. Toutefois, les mesures sous-jacentes devant permettre d'atteindre ces objectifs sont souvent soit absentes, soit insuffisamment détaillées, et ne sont donc pas prises en compte dans le scénario de référence des projections, notamment pour la période 2015-2016, qui n'est pas couverte dans le cadre des exercices budgétaires actuels de la plupart des pays. Il est donc non seulement nécessaire mais aussi probable que des mesures supplémentaires d'assainissement des finances publiques, par rapport à celles intégrées dans le scénario de référence, soient prises par plusieurs gouvernements d'ici 2016.

Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

L'analyse de sensibilité budgétaire se fonde sur l'« écart budgétaire » entre les objectifs fixés par les gouvernements et le scénario de référence des projections budgétaires. Pour évaluer l'assainissement budgétaire supplémentaire appelé à être mis en œuvre, il est tenu compte des conditions spécifiques aux différents pays et des informations concernant à la fois l'ampleur et la structure de cet assainissement. Les informations relatives aux pays visent en particulier à appréhender les incertitudes entourant les objectifs

budgétaires, la probabilité de mesures d'assainissement supplémentaires ayant une incidence sur la demande globale par opposition à d'autres facteurs de réduction des déficits et les effets de rétroaction macroéconomique associés.

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro devrait être très limité (moins de 0,1 % du PIB) en 2014, alors que d'autres mesures additionnelles sont considérées comme probables en 2015 (environ 0,3 % du PIB) et qu'elles seraient un peu moins nombreuses en 2016 (environ 0,1% du PIB), ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 0,4 % du PIB d'ici la fin 2016. S'agissant de la composition de ces mesures budgétaires, l'analyse de sensibilité tente de prendre en compte les profils spécifiques aux pays et aux calendriers des efforts supplémentaires d'assainissement les plus probables. Dans le cadre de cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est considéré comme portant davantage sur les dépenses, mais il intègre également des hausses de la fiscalité indirecte, tandis que des mesures de relance consistant en des allègements de la fiscalité directe et des cotisations de sécurité sociale sont considérées comme probables en 2016.

Incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire

Les résultats de la simulation concernant l'incidence de l'analyse de sensibilité budgétaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro, effectuée sur la base du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area- Wide Model*³), sont résumés dans le tableau ci-dessous.

L'incidence de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume est limitée en 2014 mais devrait représenter environ - 0,2 point de pourcentage en 2015 et 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait s'élever à quelque 0,1 point de pourcentage en 2015.

L'analyse actuelle signale donc certains risques à la baisse sur le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume, en particulier en 2015 et 2016, étant donné que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas incorporées dans le scénario de référence à ce stade. Parallèlement, de faibles risques d'accélération pèsent aussi sur l'inflation, dans la mesure où une partie de l'assainissement supplémentaire devrait provenir de hausses de la fiscalité indirecte.

Il convient de noter que cette analyse de sensibilité budgétaire porte exclusivement sur les effets potentiels à court terme d'un probable assainissement budgétaire additionnel. Alors que même les mesures d'assainissement conçues de manière appropriée ont souvent des répercussions négatives à court terme sur la croissance du PIB en volume, des effets positifs s'exercent à plus long terme sur l'activité qu'il n'est pas évident de distinguer sur l'horizon retenu pour cette analyse⁴. Dès lors, les résultats de cette analyse ne doivent pas être interprétés comme une remise en cause de la nécessité de procéder, sur l'horizon de projection, à de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire. De tels efforts s'imposent en effet en vue de rétablir des finances publiques saines dans la zone euro. Si ces mesures n'étaient pas prises, la valorisation de la dette souveraine pourrait s'en trouver affectée. De plus, cette situation pourrait avoir une incidence défavorable sur la confiance, ce qui freinerait la reprise économique.

Estimation de l'incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)	2014	2015	2016
Objectifs budgétaires des pouvoirs publics ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Projections budgétaires de référence	-2,6	-2,4	-1,9
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,0	0,3	0,4
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB en volume	0	-0,2	-0,2
Hausse de l'IPCH	0	0,1	0

1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; mises à jour 2014 des programmes de stabilité pour les autres pays.

2) Analyse de sensibilité basée sur les évaluations des services de la BCE.

3) Écarts par rapport au scénario de base en points de pourcentage pour la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH (tous deux sur une base annuelle). La simulation de l'incidence macroéconomique est effectuée à l'aide du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model*).

1 Toutes les simulations ont été effectuées en posant comme hypothèse que l'orientation de la politique demeure inchangée et que les autres variables concernant les hypothèses techniques et l'environnement international de la zone euro ne sont pas modifiées.

2 Pour une description détaillée du modèle utilisé pour calculer cet ajustement à la hausse, voir Pagano (P.) et Pisani (M.), *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, art. 24, 2009.

3 Pour une description du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, voir Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, document de travail de la BCE, n° 944, octobre 2008.

4 Pour une analyse plus détaillée des effets macroéconomiques de l'assainissement budgétaire, voir l'article intitulé *Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire*, publié dans le *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2014.

Encadré 4

IMPLICATIONS DES TENSIONS ENTRE L'UNION EUROPÉENNE ET LA RUSSIE POUR LES PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DES ÉCHANGES COMMERCIAUX DE LA ZONE EURO

Les tensions géopolitiques croissantes et le recul de la confiance en découlant ont certainement pesé sur l'activité dans la zone euro ces derniers temps. Selon le scénario de base, toutefois, les récentes tensions entre l'Union européenne et la Russie devraient avoir des conséquences très limitées sur les échanges commerciaux de la zone euro. La demande extérieure et les exportations de la zone euro devraient principalement être affectées par deux canaux.

Premièrement, les perspectives de l'économie russe se sont détériorées, ce qui entraîne une baisse de la demande et des importations russes sur l'horizon de projection par rapport aux projections publiées dans l'édition de juin du *Bulletin mensuel* et, par voie de conséquence, des implications négatives pour la demande extérieure et les exportations de la zone euro. L'escalade des tensions en Ukraine a incité l'Union européenne et les États-Unis à imposer de nouvelles sanctions, principalement financières, à la Russie. À la suite d'une contraction de 0,3 % du PIB russe en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, l'activité devrait demeurer faible durant les prochains trimestres, traduisant l'atonie de l'investissement due en partie aux hausses des taux d'intérêt décidées par la Banque de Russie, à un environnement financier intérieur et extérieur beaucoup plus tendu, à des sorties de capitaux et à une incertitude élevée. De plus, la consommation privée devrait être ralentie par les perspectives économiques incertaines et un moindre revenu réel disponible consécutivement à la hausse de l'inflation due également à la dépréciation du rouble. Cette détérioration de la demande intérieure russe constitue un frein à la croissance du PIB et des importations russes sur l'horizon de projection, impliquant une révision à la baisse des importations russes par rapport à la précédente projection. La Russie représentant environ 4,5 % de la demande extérieure de la zone euro, cette évolution plus faible des importations russes réduit

marginalement la demande extérieure de la zone euro, d'approximativement 0,1 point de pourcentage d'ici la fin 2016, par rapport à l'exercice précédent.

Par ailleurs, la Russie a mis en place un embargo sur les importations de certains produits alimentaires issus de pays ayant imposé des sanctions concernant des personnes ou des entités russes, et notamment sur les importations de denrées alimentaires provenant de la zone euro. Cet embargo touche quelque 2 % du total des importations de biens et services de la Russie, ce qui constitue un nouveau frein à la croissance de ses importations sur l'horizon de projection. Pour mesurer les effets de ces restrictions sur les importations, on estime qu'environ un tiers des importations placées sous embargo peuvent immédiatement être remplacées par d'autres fournisseurs à l'étranger. Une faible contraction de la croissance des importations russes fin 2014 et début 2015 devrait résulter des deux tiers restants. Cela se traduit par une réduction, par rapport à l'exercice précédent, de moins de 0,1 point de pourcentage de la demande extérieure de la zone euro d'ici à début 2015.

Si les répercussions négatives devraient être contenues pour la demande extérieure de la zone euro, elles pourraient être plus marquées pour certains pays de la zone euro, en fonction de leurs liens commerciaux avec la Russie. De plus, les tensions récentes semblent avoir provoqué un recul de la confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro.

Certaines réserves s'imposent concernant ces estimations. L'incidence négative de l'embargo russe sur les exportations de la zone euro pourrait dépasser, en importance, la révision à la baisse de la demande extérieure, puisque les mesures d'embargo visent spécifiquement la zone euro et quelques autres pays de l'OCDE et que cela n'est pas pris en compte dans les parts des échanges qui sont fixées. Les exportations de la zone euro risquent donc, plus probablement, de subir une baisse plus marquée que ce qui a été envisagé plus haut. Par contre, les pays de la zone euro pourraient réussir à trouver d'autres marchés à l'exportation, atténuant ainsi les effets de l'embargo.

Enfin, comme évoqué dans l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel* (cf. l'encadré intitulé *L'exposition de la zone euro à la crise en Ukraine*), une nouvelle intensification des tensions dans la région pourrait conduire à d'autres sanctions contre la Russie et à la prise de mesures de rétorsion contre l'Union européenne par cette dernière. Les répercussions en termes d'activité et d'inflation seraient dans ce cas probablement beaucoup plus importantes pour la zone euro.

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 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-après).

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		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projections des services de la BCE	Septembre 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Commission européenne	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Baromètre de la zone euro	Août 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus économique	Août 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Août 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	Juillet 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (printemps 2014) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, juillet 2014 (PIB) et Perspectives de l'économie mondiale, avril 2014 ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2014 ; 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.

Selon les prévisions des autres institutions actuellement disponibles, la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2014 serait légèrement supérieure à celle qui ressort des projections de la BCE. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 sont similaires ou légèrement inférieures à celles de la BCE. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions des autres institutions tablent, pour la plupart, sur une progression annuelle moyenne de l'IPCH en 2014 et 2015 proche de la projection de la BCE ou faiblement supérieure. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,3 % et 1,5%, contre 1,4 % projeté par la BCE. Actuellement, toutes les prévisions disponibles pour 2015 et 2016 se situent à l'intérieur des intervalles de projection de la BCE indiqués dans le tableau.

© Banque centrale européenne, 2014

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.