



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

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

La croissance du PIB en volume devrait, selon les projections, rester modérée en 2014 et s'accroître à partir de 2015. Une reprise progressive de la demande intérieure et extérieure devrait être le principal déterminant de cette amélioration de l'activité. La demande extérieure devrait bénéficier du renforcement progressif de la reprise mondiale. La demande intérieure, pour sa part, devrait profiter de l'amélioration de la confiance dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes, l'orientation très accommodante de la politique monétaire et une baisse des cours du pétrole qui devrait soutenir les revenus réels disponibles. Elle devrait également profiter de l'orientation moins restrictive des politiques budgétaires dans les prochaines années et de l'assouplissement progressif des conditions d'offre de crédits. Cela étant, l'incidence défavorable sur les perspectives de croissance, causée par le besoin de nouveaux ajustements des bilans du secteur privé et par le niveau élevé de chômage, ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection. Le PIB en volume devrait croître de 1,2 % en 2014, de 1,5 % en 2015 et de 1,8 % en 2016.

Le renforcement progressif de la demande et la baisse soutenue des capacités excédentaires dans le contexte d'un ancrage solide des anticipations d'inflation devraient accentuer la hausse de l'IPCH sur l'horizon de projection. La progression de l'IPCH devrait se situer à 1,0 % en 2014, 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016 dans la zone euro. Cette évolution modérée de l'inflation s'expliquerait principalement par le recul des prix des contrats à terme sur le pétrole et par l'atonie de l'économie. En raison des tensions croissantes, mais toujours modérées, sur les coûts intérieurs et compte tenu de la reprise progressive attendue de l'activité économique, la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,1 % en 2014 à 1,7 % en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de décembre 2013 du Bulletin mensuel, la projection pour la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la hausse pour 2014. S'agissant de la progression de l'IPCH global, la projection est revue à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2014, en liaison avec les données récentes, et demeure inchangée pour 2015.

Cet article résume les projections macroéconomiques pour la zone euro non seulement pour la période 2014-2015, mais également, et ce pour la première fois, pour l'année 2016. Des projections sur un horizon aussi long sont toutefois soumises à une incertitude très élevée². Il convient de garder à l'esprit ces éléments lorsque l'on interprète les projections macroéconomiques.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir graduellement sur l'horizon de projection, passant de 3,4 % en 2013 à 4,1 % en 2016. Bien que la croissance se soit légèrement renforcée dans les économies avancées au second semestre 2013, elle s'est tassée dans les marchés émergents en raison d'une demande intérieure faible, de marges de manœuvre limitées pour de nouvelles politiques nationales de soutien et de tensions sur les marchés financiers. Les indicateurs mondiaux à court terme du climat économique suggèrent une conjoncture favorable, corroborant l'amélioration progressive de l'activité mondiale. Bien que des tensions financières aient été perceptibles récemment dans certaines économies de marché émergentes, la situation sur les marchés financiers mondiaux est restée globalement stable à la suite de la décision du Comité fédéral de l'*open market* d'entamer la réduction progressive de ses achats d'actifs, et ce contrairement aux turbulences financières

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 était le 20 février 2014.

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

apparues mi-2013 lorsque le Système fédéral de réserve avait annoncé la possibilité qu'il y ait recours pour la première fois. La reprise mondiale devrait continuer à se renforcer progressivement. Dans les économies avancées, le ralentissement du processus de désendettement dans le secteur privé et de l'assainissement budgétaire devrait renforcer la confiance et soutenir la demande intérieure, même si la situation sur les marchés du travail ne devrait s'améliorer que lentement. Une croissance plus vive dans les économies avancées devrait supporter les économies de marché émergentes.

Les échanges internationaux se sont redressés récemment, en ligne avec la reprise modérée de l'activité économique. Les dernières données indiquent une amélioration à court terme. À plus longue échéance, le commerce mondial devrait se renforcer graduellement, son élasticité par rapport à l'activité à la fin de l'horizon de projection restant toutefois inférieure à celle enregistrée avant la crise mondiale. La croissance des échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devrait passer de 3,8 % en 2013 à 6,2 % en 2016. La demande 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.

Tableau 1 : L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2014				Révisions depuis décembre 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de décembre 2013 du *Bulletin mensuel*, les perspectives de croissance mondiale ont à peine été revues. Les perspectives concernant la demande extérieure de la zone euro ont été révisées à la baisse pour 2014, mais demeurent globalement inchangées pour 2015. Ces révisions pour 2014 traduisent un acquis de croissance défavorable lié aux évolutions des échanges moins dynamiques que prévu précédemment au second semestre 2013 et qui devraient perdurer à court terme.

Encadré 1

HYPOTHESES TECHNIQUES CONCERNANT LES TAUX D'INTERET, LES TAUX DE CHANGE, LES PRIX DES MATIERES PREMIERES ET LES POLITIQUES BUDGETAIRES

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 12 février 2014. L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,3 % en 2014, à 0,4 % en 2015 et à 0,8 % 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 2,8 % en 2014, de 3,2 % en 2015 et de 3,6 % 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 atteindre un plancher vers le début de l'année 2014, et se tendre progressivement par la suite.

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'arrêté, le cours du baril de pétrole brut *Brent*, en moyenne annuelle, devrait revenir de 108,8 dollars en 2013 à 96,9 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer en 2014, avant d'augmenter à nouveau en 2015 et 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'arrêté du 12 février 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,36 entre 2014 et 2016, soit 2,1 % de plus qu'en 2013. Le taux de change effectif moyen de l'euro devrait s'apprécier de 1,6 % par rapport à 2013.

Hypothèses techniques

	Mars 2014				Révisions depuis décembre 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Rendements des emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Cours du pétrole (en dollars par baril)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Cours de change EUR/USD	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Taux de change effectif nominal de l'euro (variations annuelles en pourcentage)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

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 révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 20 février 2014. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

Par rapport à l'édition de décembre 2013 du *Bulletin mensuel*, les variations des hypothèses techniques sont relativement faibles : les taux d'intérêt à long terme sont en léger recul dans la zone euro, les cours du pétrole exprimés en dollars sont légèrement plus élevés et le cours de change de l'euro est un peu plus fort.

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 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 désormais utilisés pour les prévisions concernant les prix à la consommation des produits alimentaires, font l'objet d'une projection établie à partir d'un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Le PIB en volume a continué à se redresser modérément au quatrième trimestre 2013, augmentant de 0,3 % par rapport au trimestre précédent, après une progression de 0,3 % et 0,1 % respectivement aux deuxième et troisième trimestres 2013 (voir le graphique). Les récentes données d'enquêtes semblent s'être stabilisées à un niveau supérieur à leur moyenne de long terme, indiquant une nouvelle augmentation de l'activité économique au premier trimestre 2014. Les conditions météorologiques particulièrement clémentes cet hiver dans certains pays y ont probablement contribué. La dynamique de fond de la croissance devrait demeurer modérée en 2014, avant de repartir légèrement en hausse. Le redressement de la demande intérieure, en liaison avec une amélioration de la confiance dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes, l'orientation très accommodante de la politique monétaire et la baisse des cours du pétrole (soutenant les revenus réels disponibles) sont les principaux facteurs à l'origine de la reprise de l'activité sur l'horizon de projection. La demande intérieure devrait également bénéficier de l'orientation moins restrictive des politiques budgétaires dans les prochaines années et de l'assouplissement progressif des conditions d'offre de crédits. Par ailleurs, l'activité globale sera de plus en plus soutenue, sur l'horizon de projection, par l'incidence favorable sur les exportations du raffermissement progressif de la demande extérieure, bien qu'initialement elle ait été en partie atténuée par l'incidence de l'appréciation antérieure du taux de change effectif de l'euro. L'effet négatif sur les perspectives de croissance, découlant du besoin de nouveaux ajustements des bilans des secteurs privé et public, du niveau élevé de chômage ainsi que de l'incertitude encore assez élevée, ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection.

Dans l'ensemble, la reprise resterait modérée au regard des évolutions de très long terme, le PIB en volume de la zone euro ne devant dépasser son niveau d'avant la crise (au premier trimestre 2008) qu'à la fin 2015. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 1,2 % en 2014, de 1,5 % en 2015 et de 1,8 % 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. Comme la croissance devrait être supérieure à son taux potentiel, l'atonie de l'économie devrait se résorber progressivement sur l'horizon de projection.

Examinant plus en détail les composantes de la croissance, les exportations hors zone euro devraient croître en 2014 et 2015, à la faveur du raffermissement de la demande extérieure et de la dissipation graduelle de l'incidence négative de l'appréciation antérieure de l'euro. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient quelque peu diminuer sur l'horizon de projection, reflétant l'effet des pertes de compétitivité récentes. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter plus lentement en raison de la faiblesse relative de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait amorcer un redressement graduel, bien qu'à un rythme trop peu soutenu pour revenir à des niveaux d'avant la crise. Plusieurs facteurs devraient soutenir l'investissement : le renforcement progressif attendu de la demande intérieure et extérieure, le très bas niveau des taux d'intérêt, l'atténuation des incertitudes, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones, la disparition des effets défavorables sur l'offre de crédit ainsi qu'une certaine amélioration des marges bénéficiaires dans le sillage de la reprise de l'activité. Toutefois, l'incidence négative cumulée exercée par les importantes capacités inutilisées, la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des entreprises, les conditions de financement défavorables dans certaines régions et un niveau relativement élevé d'incertitude dans certains pays ne semble s'estomper que graduellement sur l'horizon de projection.

L'investissement résidentiel devrait augmenter modestement au premier semestre 2014 et ce mouvement ne devrait s'intensifier que faiblement sur le reste de l'horizon de projection. La nécessité d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans certains pays et la faible progression du revenu réel disponible continuent de peser sur les perspectives. De plus, l'attrait relatif de l'investissement résidentiel dans d'autres pays, soutenu par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt hypothécaires, ne peut exercer qu'une incidence progressive dans la mesure où le secteur de la construction dans ces pays a déjà pratiquement atteint ses limites de capacité. L'investissement public devrait pour sa part rester relativement faible sur l'ensemble de l'horizon, sous l'effet des mesures programmées d'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone euro.

L'emploi en termes de personnes occupées devrait se raffermir légèrement en 2014 et devrait s'accélérer par la suite. La reprise limitée de l'emploi résulte du faible rebond de l'activité, de la réaction généralement décalée de l'emploi aux fluctuations de la production, d'une augmentation du nombre d'heures travaillées par tête, de nouvelles diminutions des effectifs du secteur public ainsi que de l'accroissement des incertitudes qui pèsent sur les programmes de recrutement du secteur privé dans certains pays. Ces facteurs devraient contrebalancer l'incidence positive des réformes du marché du travail qui ont, pour leur part, accru la flexibilité et abaissé le seuil de croissance économique permettant la création d'emplois dans certains pays en difficulté. La population active devrait s'accroître faiblement sur l'horizon de projection avec le retour progressif de certains segments de la population sur le marché du travail. Le taux de chômage devrait reculer modérément sur l'horizon de projection mais rester supérieur à 11 % en 2016. La productivité du travail (mesurée en termes de production par personne employée) devrait s'intensifier sur l'horizon de projection, traduisant l'accélération attendue de l'activité économique et la réaction décalée de l'emploi.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2014				Révisions depuis décembre 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB en volume ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Consommation privée	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
FBCF	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Exportations ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Importations ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Emploi	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Taux de chômage (% de la population active)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
IPCH	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Rémunération par tête	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productivité du travail	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Solde du compte courant (% du PIB)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant la Lettonie, sauf pour l'IPCH de 2013. La variation annuelle moyenne en pourcentage de l'IPCH pour 2014 est calculée sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lettonie dès 2013.

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*, BCE, 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 Boutheillain (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 2006). 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.

La consommation privée devrait s'accélérer courant 2014 et au-delà, à la faveur d'un redressement du revenu réel disponible liée à une augmentation des revenus du travail, une amélioration progressive de la situation sur les marchés du travail, un ralentissement du rythme de l'assainissement budgétaire ainsi qu'à la faiblesse de l'inflation, et ne serait que partiellement freinée par une légère hausse du taux d'épargne. La consommation publique devrait quant à elle augmenter de façon modérée sur l'horizon de projection.

Le rythme de croissance des importations en provenance des pays hors zone euro devrait s'accélérer faiblement sur l'horizon de projection, en raison pour une part de l'incidence de l'appréciation antérieure de l'euro. Toutefois, il devrait rester limité du fait de la croissance atone de la demande globale. Le commerce extérieur devrait apporter une contribution positive, mais modeste, à la hausse du PIB en volume sur l'horizon de projection et l'excédent du compte courant devrait augmenter, pour atteindre 2,7 % du PIB en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de décembre 2013 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été très légèrement révisée à la hausse pour 2014.

PROJECTIONS EN MATIERE DE PRIX ET DE COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,8 % en février 2014, sans changement par rapport au dernier trimestre 2013. L'évolution actuellement modérée de l'inflation traduit les effets conjugués de la baisse des prix de l'énergie et d'une hausse modeste des prix des produits alimentaires ainsi que l'atonie de la dynamique des prix des services et des produits manufacturés hors énergie (cf. la section 3 et l'encadré intitulé *Incidence des prix des services et des produits manufacturés hors énergie sur le recul récent de l'inflation mesurée par l'IPCH* publié dans la présente édition du *Bulletin mensuel*).

À plus long terme, la hausse de l'IPCH devrait rester à des niveaux bas à brève échéance et s'accélérer à partir de fin 2014, en phase avec la reprise progressive de l'activité. Le taux d'inflation annuel s'établirait à 1,0 % en 2014, 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Fin 2016, il devrait se situer à 1,7 %.

Les perspectives modérées d'inflation devraient découler principalement du recul des prix des contrats à terme sur le pétrole et de l'atonie actuelle de l'économie. Le raffermissement progressif de la demande et la réduction en cours des capacités excédentaires dans le contexte d'un ancrage solide des anticipations d'inflation devraient permettre une légère hausse des marges bénéficiaires et une progression des coûts unitaires de main-d'œuvre dans une grande partie de la zone euro. En outre, la diminution graduelle des besoins d'ajustement en matière de coûts et de prix dans les pays en difficulté devrait également contribuer à une accélération de la hausse de l'IPCH sur l'horizon de projection.

De façon plus détaillée, les prix de l'énergie devraient s'inscrire en léger recul sur l'horizon de projection, reflétant l'évolution anticipée des cours du pétrole. Cette tendance exerce une incidence baissière sur l'IPCH. La contribution des prix de l'énergie à la hausse annuelle de l'IPCH global devrait être presque négligeable sur l'horizon de projection, cette évolution étant à mettre en perspective avec la contribution moyenne à hauteur de 0,5 point de pourcentage enregistrée depuis 1999.

La hausse des prix des produits alimentaires devrait continuer à se modérer au cours des trois premiers trimestres de 2014, en raison du recul antérieur des cours des matières premières alimentaires (exprimés en euros) et d'effets de base baissiers. Elle reprendrait sur le reste de l'horizon de projection, en phase avec l'hypothèse d'une progression des cours des matières premières alimentaires sur la période. La contribution des prix des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH global s'établirait, en moyenne, à 0,3 point de pourcentage sur l'horizon de projection, soit un léger repli par rapport à la contribution moyenne observée depuis 1999 (0,5 point de pourcentage).

La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se renforcerait progressivement courant 2014, atteignant en moyenne 1,1 % sur l'ensemble de l'année, et s'accélérait à 1,4 % en 2015 et 1,7 % en 2016. Cette évolution devrait résulter de la reprise graduelle prévue de l'activité économique. La contribution de cette composante à la progression de l'IPCH global sur l'horizon de projection se

situerait, en moyenne, à 1,0 point de pourcentage environ, ce qui est également légèrement en retrait par rapport à la contribution moyenne enregistrée depuis 1999 (1,1 point de pourcentage).

Les hausses de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer sensiblement à la hausse de l'IPCH en 2014 (à hauteur de 0,2 point de pourcentage environ). L'ampleur de cette contribution est comparable à celle qui a été relevée en 2013. En 2015 et 2016, ces contributions seraient négligeables, faute d'informations détaillées sur les mesures budgétaires pour ces années. Dès lors, l'IPCH, hors énergie, produits alimentaires et modifications de la fiscalité indirecte, s'accélérait un peu plus nettement que l'indice incluant la fiscalité.

Les tensions sur les prix d'origine externe se sont atténuées courant 2013, sous l'effet d'une faible demande mondiale, de l'appréciation de l'euro en termes effectifs et de la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. Ces facteurs ont engendré un repli du déflateur des prix à l'importation sur l'année. À plus long terme, toutefois, le déflateur des prix à l'importation devrait progresser en 2014 et sur le reste de l'horizon de projection en raison du raffermissement prévu de la demande mondiale sur l'horizon de projection, de la hausse attendue des cours des matières premières hors énergie et de la dissipation des effets de l'appréciation antérieure de l'euro. Ses taux de variation annuels se situeraient aux alentours de 1,1 % en 2016, ce qui est proche du rythme de progression moyen à long terme.

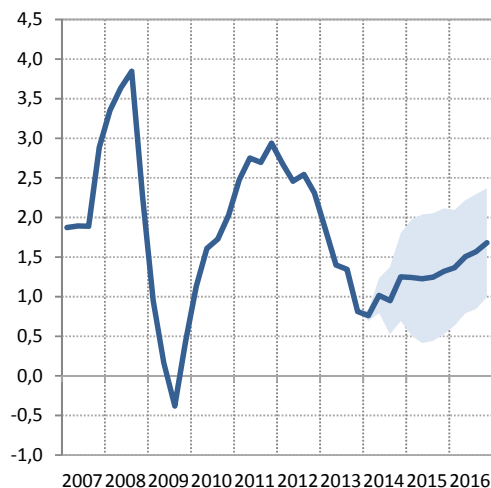
En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, compte tenu de la persistance d'une situation morose, qui s'améliore toutefois lentement, sur le marché du travail de la zone euro, le rythme de progression annuel de la rémunération par tête resterait globalement inchangé en 2014 et s'accélérait en 2015 et 2016. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait décélérer en 2014, reflétant l'accentuation conjoncturelle de la hausse de la productivité, eu égard à la réaction décalée de l'emploi à la reprise de l'activité et le taux de progression globalement inchangé de la rémunération par tête sur l'année. La reprise s'amplifiant en 2015 et 2016 et la situation sur le marché du travail s'améliorant progressivement, la hausse de la rémunération par tête légèrement plus dynamique que celle de la productivité devrait entraîner une faible accélération de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

La progression de l'indicateur de marge bénéficiaire (calculé comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devrait se renforcer en 2014 et s'accroître légèrement sur l'horizon de projection, à la faveur de l'amélioration attendue de la situation économique.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾ (données trimestrielles)

IPCH de la zone euro

(variations annuelles 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*, BCE, 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 décembre 2013 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2014, mais elle demeure inchangée pour 2015.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1 ci-dessus, le ratio de déficit des administrations publiques se contracterait, dans la zone euro, revenant de 3,2 % du PIB en 2013 à 2,7% en 2014 et jusqu'à 2,1 % en 2016. Le repli du déficit projeté pour 2014 traduit les efforts d'assainissement budgétaire entrepris dans un certain nombre de pays de la zone euro et l'interruption du soutien accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. En 2015 et 2016, la baisse progressive projetée du déficit public devrait résulter principalement d'une contribution positive de la composante conjoncturelle en liaison avec la réduction des capacités excédentaires et, dans une moindre mesure, de l'amélioration continue de la composante structurelle, dont le rythme serait moins soutenu qu'au cours des dernières années. Par conséquent, le solde budgétaire structurel, c'est-à-dire corrigé du cycle et déduction faite de l'ensemble des mesures temporaires, s'améliorerait sensiblement en 2014 et, dans une moindre mesure, sur le reste de l'horizon. Le ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro atteindrait un pic de 93,5 % en 2014 puis devrait revenir à 92,2 % en 2016.

ANALYSE DE SENSIBILITE

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 relevés pendant la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt. À l'heure actuelle, elles font apparaître une baisse régulière des cours du pétrole sur l'horizon de projection. Toutefois, l'incertitude demeure au sujet du profil d'évolution de la demande et de l'offre.

Du côté de la demande, un ralentissement de la croissance dans certaines économies de marché émergentes pourrait avoir une incidence négative sur les cours mondiaux des matières premières. D'autre part, un renforcement plus marqué de la reprise mondiale, notamment de l'économie américaine, pourrait se traduire par un renchérissement du pétrole. Parallèlement, du côté de l'offre, il est admis que l'effet de l'augmentation de la production de pétrole de schiste sera limité sur l'horizon de projection et ce pour deux raisons. En premier lieu, l'essentiel de cette incidence semble avoir déjà été pris en compte dans les cours du pétrole et, en second lieu, même une variation considérable du niveau de la production des États-Unis n'aurait probablement qu'un effet très faible sur les cours internationaux en raison de l'ajustement éventuel de la production en Arabie saoudite visant à la compenser. Dans le même temps, des événements géopolitiques imprévisibles pourraient induire des tensions à la hausse sur les cours du pétrole liées à l'offre.

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 des contrats à terme en réaction à l'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier aux États-Unis est pris en compte dans la présente analyse de sensibilité². L'évolution alternative repose sur l'hypothèse selon laquelle les niveaux des cours du pétrole seraient supérieurs de 2 %, 8 % et 14 % 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 0,2 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 2016.

2) UN TAUX DE CHANGE DE L'EURO PLUS FAIBLE

Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est raffermi au cours des derniers mois et se situe actuellement à un niveau supérieur de 3 % à sa moyenne historique de long terme établie depuis 1999. Aux yeux des opérateurs de marché, ce renforcement est attribuable, pour une large part, au désengagement des investisseurs internationaux qui délaissent actuellement les actifs des marchés émergents (une partie de ces capitaux refluant vers la zone euro), à la correction des monnaies de certains grands pays exportateurs de matières premières et à la faiblesse persistante du yen japonais.

Le scénario de référence des projections repose sur l'hypothèse selon laquelle les taux de change bilatéraux demeurent inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés pendant la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 12 février 2014. Dans ce contexte et à des fins

d'illustration, un schéma alternatif stylisé a été construit pour l'évolution du taux de change, partant de l'hypothèse que l'euro se dépréciera de 3 % en termes effectifs nominaux à partir du deuxième trimestre 2014. Ce fléchissement prévu de l'euro se traduit, sur l'horizon de projection, par un gain de croissance du PIB en volume et une progression plus forte de l'IPCH de quelque 0,1-0,2 point de pourcentage pour chacune des années considérées.

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 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 objectifs budgétaires définis par les gouvernements dans les lois de finances 2014 ou les projets de programme budgétaire pour 2014, dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI et, dans une certaine mesure, dans les programmes de stabilité pour 2013 (devant être actualisés en avril 2014). 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, parallèlement à celles intégrées dans le scénario de référence, soient prises par les 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 et les effets de rétroaction macroéconomique associés.

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro est évalué à environ 0,1 % du PIB en 2014, alors que d'autres mesures additionnelles sont considérées comme probables en 2015 (environ 0,6 % du PIB) et qu'elles seront un peu moins nombreuses en 2016 (environ 0,3 % du PIB), ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 1,0 % 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 directe et indirecte et des cotisations sociales.

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 macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire est limitée en 2014. Elle est estimée à environ - 0,4 point de pourcentage pour 2015 et serait également limitée en 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait s'élever à quelque 0,1 point de pourcentage.

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	-1,6	-0,8
Projections budgétaires de référence	-2,7	-2,5	-2,1
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,1	0,7	1,0
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB en volume	-0,1	-0,4	-0,1
Hausse de l'IPCH	0,0	0,1	0,1

1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; dernières recommandations au titre de la procédure de déficit excessif pour les pays faisant l'objet d'une telle procédure ; lois de finances 2014, projets de programme budgétaire pour 2014 et mises à jour 2013 des programmes de stabilité pour les pays non soumis à une telle procédure.

2) Analyse de sensibilité basée sur les évaluations des services de l'Eurosystème.

3) Écarts par rapport au scénario de référence 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*).

La présente analyse signale donc certains risques à la baisse pour le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume, en particulier en 2015, étant donné que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas intégrées dans le scénario de référence. Parallèlement, des risques d'accélération pèsent 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 appropriées 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, qui ne se manifestent pas forcément sur l'horizon retenu pour cette analyse⁴. Enfin, 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. En l'absence de telles mesures d'assainissement, la valorisation de la dette souveraine pourrait être affectée de façon négative. De plus, cette situation pourrait avoir une incidence défavorable sur la confiance, ce qui freinerait la reprise économique.

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'encadré intitulé *Le rôle des multiplicateurs dans le débat actuel sur l'assainissement budgétaire*, *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2012.

Encadré 3

PREVISIONS 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).

Selon les prévisions des autres institutions actuellement disponibles, la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2014 et 2015 serait similaire à celle qui ressort des projections de la BCE. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2016 s'inscrivent à l'intérieur de la fourchette de projection 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. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,5 % et 1,8 %. Elle se situe ainsi à l'intérieur de l'intervalle de projection de la BCE.

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	Mars 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Commission européenne	Février 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OCDE	Novembre 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Baromètre de la zone euro	Février 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus économique	Février 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Février 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
FMI	Janvier 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Sources : *Prévisions économiques européennes* de la Commission européenne (hiver 2014) ; FMI, mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2014 (PIB) et *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2013 ; *Perspectives économiques de l'OCDE*, novembre 2013 ; Consensus économique ; *MJEconomics* ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Notes : les projections macroéconomiques des services de la BCE et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas sur quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 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.