



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE JUIN 2015 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTÈME¹

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

Les projections de juin confirment les perspectives de reprise dans la zone euro. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume s'est accru de 0,4 % au premier trimestre 2015, les récentes données d'enquête indiquant quant à elles une poursuite du redressement conjoncturel. Au-delà du court terme, les facteurs sous-tendant la perspective d'une reprise économique soutenue restent en place.

Les facteurs externes conforteront les perspectives d'évolution de l'activité. En dépit d'un timide rebond, le niveau des cours du pétrole prévu, toujours relativement faible, continue de favoriser tant la consommation privée que l'investissement des entreprises. De plus, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait amorcer un léger redressement sur l'horizon de projection. Cette dernière est favorisée, pour une large part, par une croissance plus forte des économies avancées, tandis que les marchés émergents affichent des perspectives quelque peu dégradées.

Les mesures de politique monétaire récemment prises par la BCE devraient soutenir la demande globale. Les taux appliqués aux prêts bancaires ont continué de baisser en raison de la mise en œuvre du programme étendu d'achat d'actifs (APP - *Asset Purchase Programme*) de la BCE, les cours boursiers ont significativement augmenté et le cours de change s'est nettement déprécié. Ainsi, la demande globale et, plus particulièrement, la formation de capital fixe et les exportations devraient bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire. Les dernières mesures non conventionnelles de politique monétaire devraient également soutenir la demande globale par le biais du canal de rééquilibrage des portefeuilles et *via* les effets de confiance.

D'autres facteurs joueraient aussi en faveur de la demande intérieure. Mesurée comme la variation du solde primaire des administrations publiques ajusté du cycle, l'orientation budgétaire devrait, en grande partie, être neutre sur l'horizon de projection, contrastant avec l'orientation restrictive observée jusqu'en 2013. L'amélioration des conditions de crédit s'est poursuivie, comme en témoignent les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui révèlent un net assouplissement des critères et des conditions d'octroi. L'endettement des sociétés non financières (mesuré en pourcentage du PIB) s'est encore légèrement dégradé en 2014, suivant une tendance amorcée en 2012. Les ménages semblent également s'être désendettés quelque peu, particulièrement dans les pays présentant une charge de la dette comparativement élevée. En outre, le processus d'ajustement des marchés de l'immobilier résidentiel se serait achevé dans de nombreux pays, ainsi que l'indique le plancher atteint par les prix des logements.

Des contraintes structurelles subsistent toutefois. L'endettement du secteur public a continué de croître, quoiqu'à un rythme moins soutenu, et devrait se maintenir à des niveaux élevés dans certains

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystem 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 mai 2015.

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

pays. Les évolutions des marchés du travail, positives dans l'ensemble, resteront éclipsées par un chômage structurel important dans quelques pays. Qui plus est, les inquiétudes relatives au potentiel de croissance à long terme ainsi qu'à la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, les capacités inutilisées toujours considérables et les niveaux d'endettement des entreprises encore excessifs dans certains pays continueront à peser sur les dépenses d'investissement.

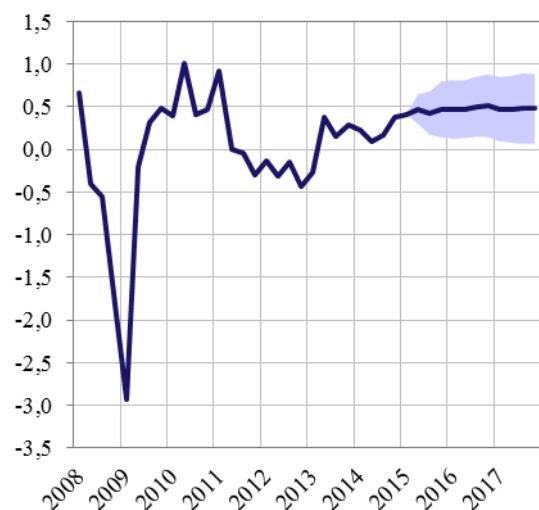
Dans l'ensemble, la croissance du PIB en volume devrait nettement s'accélérer, passant de 0,9 % en 2014 à 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017. En revanche, le rythme de croissance du PIB potentiel devrait s'établir à environ 1 % sur l'horizon de projection, les contributions du travail et du capital devant rester faibles. L'écart de production négatif devrait donc se resserrer significativement vers la fin de l'horizon de projection.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

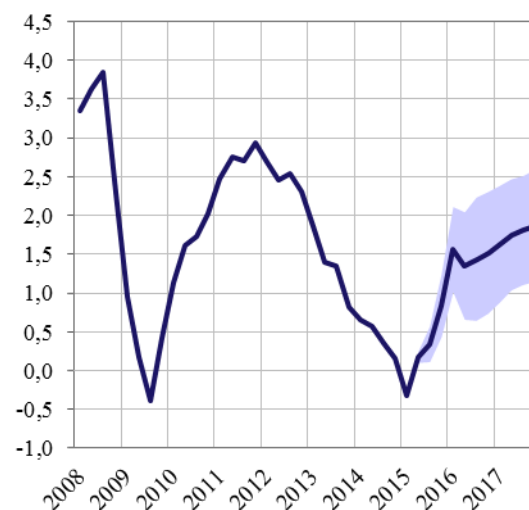
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



1) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

L'inflation mesurée par l'IPCH aurait atteint un point bas en janvier 2015, remontant au cours des derniers mois. Le principal facteur de ce regain a été un relâchement de la pression à la baisse découlant de la composante énergie de l'IPCH, lui-même dû à un rebond des cours du pétrole exprimés en dollars. Un renforcement de la composante produits alimentaires de l'IPCH, reflétant des hausses des cours des matières premières alimentaires, a aussi exercé une pression haussière. L'effet de ces mouvements haussiers des cours des matières premières a été accentué par une dépréciation de l'euro. En revanche, la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est restée timide au cours des quelques derniers mois et n'a pas encore montré de signes d'intensification. Des tensions inflationnistes croissantes sur la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ne sont jusqu'à présent visibles qu'en amont de la chaîne des prix, notamment concernant les prix à l'importation, et n'ont pas encore eu de répercussions sur les prix intérieurs à la production.

Globalement, la hausse de l'IPCH devrait continuer à s'accélérer courant 2015 et atteindre une moyenne de 0,3 % sur l'ensemble de l'année. Des effets de base haussiers, associés à l'augmentation attendue des cours du pétrole intégrés dans les contrats à terme (cf. encadré 2), devraient entraîner une dynamique moins négative de la progression de la composante énergie de l'IPCH au cours de l'année. La

hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer graduellement courant 2015. L'atténuation de la morosité sur les marchés du travail et dans l'économie dans son ensemble devrait se traduire par une augmentation plus forte des salaires et des marges bénéficiaires. De surcroît, l'affaiblissement du cours de change de l'euro et les effets indirects des hausses prévues des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie devraient contribuer au rebond de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

L'inflation d'ensemble continuerait de progresser pour atteindre 1,5 % en 2016 et 1,8 % en 2017, sous l'effet de la poursuite de la réduction des capacités inutilisées dans l'économie et des tensions externes positives sur les prix. Ces hausses attendues sont quant à elles le reflet des effets décalés du canal du taux de change et de la pente ascendante de la courbe des contrats à terme sur le pétrole. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait également se renforcer pour se situer à 1,7 % en 2017.

2. L'ÉCONOMIE RÉELLE

Une reprise conjoncturelle généralisée est envisagée dans la zone euro sur l'horizon de projection. Au premier trimestre 2015, l'activité a maintenu le rythme qu'elle affichait en fin d'année dernière. Les enquêtes signalent une poursuite du redressement conjoncturel à la mi-2015. Ces perspectives positives reflètent notamment les retombées favorables sur l'activité qui devraient découler de la dépréciation de l'euro depuis la mi-2014, de la faiblesse des taux d'intérêt, due pour partie au programme d'achat d'actifs APP, et des effets de revenu positifs engendrés par la baisse des prix de l'énergie.

Les dépenses de consommation privée devraient rester un facteur déterminant de la reprise. Les perspectives à court terme concernant la croissance du revenu réel disponible demeurent favorables, même si le rythme de progression devrait être quelque peu ralenti par les répercussions du renversement partiel du recul des prix de l'énergie. Par la suite, les revenus salariaux devraient augmenter dans un contexte de croissance régulière de l'emploi et d'accélération de la rémunération nominale par personne occupée, tandis qu'une hausse des autres revenus des ménages est également prévue au fur et à mesure de la reprise de l'ensemble de l'économie. La faiblesse des coûts de financement et l'assouplissement des conditions de financement devraient encourager la consommation privée et, jusqu'à un certain point, l'accroissement du patrimoine net des ménages, traduisant à la fois les hausses des prix des actifs financiers en 2015 et les nouvelles améliorations attendues sur les marchés de l'immobilier au cours de la période 2016-2017. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée s'élèverait à 1,7 % en moyenne sur l'horizon de projection.

Le taux d'épargne devrait légèrement fléchir au cours des prochains trimestres, après avoir crû à la suite des hausses du revenu disponible liées aux cours du pétrole. Au-delà, des effets inverses d'un pays à l'autre impliquent un niveau globalement inchangé du taux d'épargne sur le restant de l'horizon de projection. D'une part, des revenus d'intérêts très médiocres tendent à décourager l'épargne par le biais d'un effet de substitution intertemporel. De plus, dans certains pays, un nouveau renforcement de la confiance des consommateurs, conjugué à la réduction progressive du chômage, pourrait provoquer une diminution de l'épargne de précaution. Qui plus est, les ménages pourraient procéder de plus en plus à des achats importants reportés jusqu'à présent, ce qui réduirait le taux d'épargne. D'autre part, dans d'autres pays, la grande incertitude qui continue d'entourer la crise de la dette souveraine ainsi que les niveaux de chômage et d'endettement élevés maintiendraient une certaine pression à la hausse sur l'épargne.

Après huit années de contraction, l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait cesser de reculer en 2015. Mais les perspectives relatives à l'investissement résidentiel ne devraient s'améliorer que graduellement, car ce dernier reste affecté par la persistance de fragilités dans certains pays. À terme, il devrait néanmoins s'amplifier, favorisé par une croissance soutenue du revenu réel disponible, par des taux hypothécaires extrêmement bas et par l'assouplissement des conditions de financement. Cela devrait susciter une plus forte croissance des prêts consentis aux ménages. Ceci étant, le haut niveau d'endettement des ménages dans certains pays et des effets démographiques défavorables dans d'autres sont susceptibles d'enrayer une augmentation plus marquée de l'investissement résidentiel.

L'investissement des entreprises devrait progressivement s'accélérer, sous l'effet du programme d'achat d'actifs APP et de la reprise conjoncturelle. Il poursuivra son modeste redressement dans le courant de l'année 2015, après avoir été freiné par le renforcement du climat d'incertitude lié à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, à la faible rentabilité, aux importantes capacités inutilisées et aux contraintes pesant sur l'offre de crédits dans certains pays. L'incidence défavorable de ces facteurs devrait toutefois s'estomper sur l'horizon de projection. De surcroît, la pression globale résultant du désendettement des entreprises dans la zone euro devrait, sur la période sous revue, peser dans une moindre mesure que par le passé sur l'investissement des entreprises. Par ailleurs, le renforcement de la demande intérieure et extérieure, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones, l'orientation accommodante de la politique monétaire et une augmentation des marges bénéficiaires devraient soutenir la formation de capital. Cela dit, par rapport aux cycles précédents, le redressement de l'investissement des entreprises sera bridé par l'incertitude persistante, les goulets d'étranglement financiers et une altération des perspectives de croissance du PIB potentiel.

La demande extérieure adressée à la zone euro a été inférieure aux prévisions récentes, traduisant un ralentissement sur les marchés émergents. Elle se raffermirait modérément au fur et à mesure de la reprise de l'activité mondiale (cf. encadré 1). Elle devrait se renforcer sur l'horizon de projection mais à un rythme bien inférieur à celui d'avant la crise, reflétant à la fois un ralentissement de l'activité mondiale et une détérioration de l'élasticité du commerce international par rapport à la croissance. L'augmentation de la demande extérieure adressée à la zone euro masquera des disparités parmi les pays en son sein, en raison de différences de structures commerciales sectorielles et régionales et le fait que certains pays de la zone sont plus défavorablement affectés que d'autres par leur exposition à la Russie, à la Communauté des États indépendants et aux pays exportateurs de pétrole.

Encadré 1

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La croissance mondiale a marqué le pas début 2015, l'économie mondiale poursuivant sa reprise modérée mais irrégulière, avec des évolutions toujours divergentes entre les économies avancées et les marchés émergents. Dans la période à venir, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'intensifier sur l'horizon de projection, passant de 3,4 % en 2015 à un peu plus de 4 % durant la période 2016-2017. Parmi les facteurs qui devraient favoriser la croissance mondiale, la chute des prix du pétrole au cours de l'année écoulée profiterait aux pays importateurs de pétrole. En dépit de la perspective d'un resserrement monétaire aux États-Unis, les conditions de financement accommodantes dans les économies avancées devraient également être favorables à la demande mondiale. En outre, les vents contraires qui ont entravé la croissance dans plusieurs économies avancées depuis la crise financière (désendettement du secteur privé, assainissement budgétaire et atonie des marchés du travail) retombent, assurant les bases d'une reprise plus soutenue dans ces économies. En revanche, les perspectives sur les marchés émergents se sont détériorées, dans la continuité du ralentissement des dernières années. Dans certaines économies de marché émergentes, la persistance de déséquilibres macroéconomiques limite toujours plus le potentiel de croissance. D'autres économies émergentes s'adaptent au recul des prix des matières premières et à la perspective de normalisation des politiques monétaires des économies avancées.

La progression des échanges internationaux a nettement ralenti au début de l'année 2015 mais devrait se ressaisir sur l'horizon de projection. Les échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devraient croître d'environ 2 % en 2015 et de quelque 5 % en 2016 et 2017. Cela étant, l'élasticité du commerce par rapport à l'activité devrait demeurer, sur l'horizon de projection, en-deçà de ses niveaux d'avant la crise, traduisant une croissance du PIB mondial moins portée par les échanges.

Par rapport aux projections de la BCE publiées en mars, l'activité mondiale a été révisée à la baisse pour l'année 2015, en accord avec la dégradation des perspectives à court terme. La demande extérieure adressée à la zone euro a également fait l'objet d'une révision à la baisse, particulièrement pour 2015, reflétant le recul escompté des importations de certaines grandes économies émergentes, notamment la Russie.

L'environnement International

(variations annuelles en pourcentage)

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

Une expansion progressive de la demande extérieure et l'affaiblissement du taux de change de l'euro devraient être favorables à la croissance des exportations sur l'horizon de projection, les parts de marché à l'exportation augmentant. La progression des importations de la zone euro en provenance du reste du monde devrait s'accélérer graduellement sur l'horizon de projection, reflétant le renforcement de la demande totale dans la zone euro. L'excédent du compte courant devrait se replier quelque peu et revenir à 2,0 % du PIB en 2017.

L'amélioration de la situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait se poursuivre sur l'horizon de projection. L'emploi a continué à se redresser dans le courant de l'année 2014, ce mouvement prenant de l'ampleur au premier trimestre 2015. La reprise actuelle demeure plus marquée que ne le suggèrent les élasticités passées de l'emploi par rapport à l'ensemble de l'activité, reflétant probablement l'effet favorable de la modération salariale et des récentes réformes des marchés du travail. La hausse des effectifs employés devrait se confirmer nettement sur l'horizon de projection, principalement en raison de la reprise économique et, dans certains pays, à la faveur d'incitations fiscales et des réformes antérieures des marchés du travail. Le nombre d'heures travaillées par personne employée devrait s'accroître légèrement tout en restant bien inférieur aux niveaux qui prévalaient avant la crise. La population active n'augmenterait que modérément, freinée par les effets dissuasifs d'un chômage toujours élevé dans certains pays et par des facteurs démographiques défavorables dans d'autres.

Encadré 2

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

Par rapport aux projections de mars, les variations des hypothèses techniques comprennent des cours du pétrole exprimés en dollars considérablement plus élevés, une dépréciation de l'euro et des taux d'intérêt à long terme légèrement supérieurs dans la zone euro.

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 12 mai 2015. 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 0,0 % en 2015 et en 2016 et à 0,2 % en 2017. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,3 % en 2015, 1,7 % en 2016 et 1,9 % en 2017¹. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient diminuer quelque peu en 2015 avant d'augmenter à nouveau modestement courant 2016 et 2017. S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêté du 12 mai, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 98,9 dollars en 2014 à 63,8 dollars en 2015, puis atteindre 71,0 dollars en 2016 et 73,1 dollars en 2017. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux

diminuer considérablement en 2015 avant d'augmenter à nouveau en 2016 et 2017². Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 12 mai. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,12 tout au long de l'horizon de projection.

Hypothèses techniques

| | Juin 2015 | | | | Mars 2015 | | | Révisions depuis mars 2015 ¹⁾ | | |
|---|-----------|-------|------|------|-----------|------|------|--|------|------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Euribor 3 mois (en pourcentage annuel) | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel) | 2,0 | 1,3 | 1,7 | 1,9 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 0,1 | 0,3 | 0,3 |
| Cours du pétrole (en dollars par baril) | 98,9 | 63,8 | 71,0 | 73,1 | 58,5 | 66,8 | 70,7 | 9,0 | 6,3 | 3,4 |
| Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage) | -6,2 | -13,6 | 2,9 | 4,9 | -11,0 | 2,6 | 4,8 | -2,6 | 0,3 | 0,0 |
| Cours de change EUR/USD | 1,33 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,14 | 1,13 | 1,13 | -1,8 | -1,5 | -1,5 |
| Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-19) (variation annuelle en pourcentage) | 0,6 | -9,5 | -0,2 | 0,0 | -7,9 | -0,2 | 0,0 | -1,6 | 0,0 | 0,0 |

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

- 1 L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.
- 2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2016 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale. Les prix à la production dans l'UE, exprimés en euros, qui sont 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.

Le taux de chômage devrait baisser tout en demeurant à un niveau historiquement élevé. Le nombre de chômeurs devrait s'inscrire en recul d'environ 2,8 millions sur l'horizon de projection, atteignant son niveau le plus bas depuis la mi-2009 tout en restant supérieur de quelque 4,5 millions à son point bas d'avant-crise. Ce fléchissement reflète l'incidence baissière de la hausse de l'emploi, partiellement contrebalancée par l'effet haussier d'un accroissement de la population active, dans de bien moindres proportions toutefois que par le passé. Par conséquent, le taux de chômage devrait reculer nettement au cours de l'horizon de projection pour revenir à 10,0 % en 2017.

Les perspectives de croissance restent globalement inchangées comparées au précédent exercice de projection. Il n'y a que pour l'année 2017 que la croissance du PIB en volume est légèrement révisée à la baisse, en raison d'une décélération de l'investissement privé.

3. PRIX ET COÛTS

La hausse de l'IPCH devrait s'élever à 0,3 % en moyenne en 2015 et s'accélérer à 1,5 % en 2016 et 1,8 % en 2017. Elle se renforcerait dans le courant de 2015 sous l'influence de la composante énergie, en raison d'effets de base haussiers et de l'hypothèse d'une augmentation des prix du pétrole fondée sur les contrats à terme, et aussi de la dépréciation de l'euro observée depuis la mi-2014, de l'hypothèse d'une hausse des prix des matières premières hors énergie et d'un renforcement des tensions internes sur les prix lié à la reprise économique. En 2016 et 2017, l'inflation d'ensemble continuerait de progresser à la faveur d'une accentuation des tensions internes sur les prix, imputable au resserrement régulier de l'écart de production, et de l'anticipation d'un maintien des tensions externes sur les prix, découlant en particulier des effets décalés de la dépréciation de l'euro.

Les évolutions des prix des matières premières et des cours de change sont des déterminants importants de la remontée de l'inflation. Les baisses des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie au cours de pratiquement l'ensemble des deux dernières années ainsi que l'appréciation de l'euro dans la période avant le début de 2014 ont exercé de fortes pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH et expliquent, pour une large part, le net recul de l'inflation, jusqu'à des niveaux très bas, dans la période récente. Les tensions baissières externes sur les prix devraient s'inverser et soutenir le rebond de l'inflation jusqu'en 2017. Les tensions haussières sur les prix résulteraient des augmentations attendues, sur la base des courbes des cours à terme, des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie sur l'horizon de projection. La dépréciation de l'euro enregistrée depuis la mi-2014 contribuera également à la tendance haussière de l'inflation et, compte tenu des puissants effets décalés des évolutions des cours de change sur l'inflation, les tensions externes à la hausse sur les prix observées plus récemment devraient concourir au regain d'inflation jusqu'à la fin de l'horizon. L'incidence haussière de la dépréciation de l'euro serait toutefois moins forte que lors d'épisodes précédents selon des éléments de certaines études qui montrent un affaiblissement, avec le temps, des répercussions des cours de change sur l'inflation dans la zone euro.

La hausse des salaires devrait se renforcer grâce à l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. La croissance actuelle de l'emploi et une baisse du taux de chômage devraient soutenir une accélération graduelle du taux de progression de la rémunération par tête, qui passerait de 1,5 % en 2014 à 2,3 % en 2017.

Plusieurs facteurs freinent le renforcement de la hausse des salaires. Tel est notamment le cas du sous-emploi subsistant sur les marchés du travail et des processus en cours d'ajustement de la compétitivité-coût dans certains pays de la zone euro. De plus, les réformes structurelles des marchés du travail visant à favoriser la croissance de l'emploi mises en œuvre pendant la crise dans plusieurs pays de la zone euro devraient atténuer le rebond de la hausse des salaires au cours de la phase de reprise actuelle. La hausse des salaires devrait être modérée mais l'incidence baissière sur les salaires des effets de second tour découlant du recul passé des cours du pétrole devrait elle aussi être limitée. Cela indique que les mécanismes d'indexation automatique des salaires s'appliquent principalement en cas d'ajustements des prix à la hausse et, en outre, que ces mécanismes ont été provisoirement suspendus ou relâchés dans certains pays où ils sont en place.

La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre ne devrait s'accélérer que modérément pendant la reprise économique. Les tensions sur les coûts liées à la hausse des salaires seraient partiellement compensées par l'accélération conjoncturelle des gains de productivité jusqu'en 2017. La croissance des coûts salariaux unitaires progresserait pour atteindre 1,3 % en 2017.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

| | Juin 2015 | | | | Mars 2015 | | | Révisions depuis mars 2015 ²⁾ | | |
|---|-----------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|--|------|------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| PIB en volume ³⁾ | 0,9 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| | | [1,2 - 1,8] ⁴⁾⁵⁾ | [0,8 - 3,0] ⁴⁾⁵⁾ | [0,7 - 3,3] ⁴⁾⁵⁾ | [1,1 - 1,9] ⁴⁾ | [0,8 - 3,0] ⁴⁾ | [0,9 - 3,3] ⁴⁾ | | | |
| Consommation privée | 1,0 | 1,9 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Consommation publique | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 0,6 | 0,8 | -0,3 | 0,2 | 0,0 |
| FBCF | 1,2 | 1,9 | 3,5 | 3,9 | 1,7 | 4,1 | 4,6 | 0,1 | -0,6 | -0,7 |
| Exportations ⁶⁾ | 3,8 | 4,2 | 5,4 | 5,6 | 4,1 | 5,1 | 5,5 | 0,1 | 0,2 | 0,1 |
| Importations ⁶⁾ | 4,1 | 4,8 | 5,8 | 5,9 | 4,3 | 5,5 | 5,8 | 0,5 | 0,3 | 0,1 |
| Emploi | 0,6 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taux de chômage (% de la population active) | 11,6 | 11,1 | 10,6 | 10,0 | 11,1 | 10,5 | 9,9 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| IPCH | 0,4 | 0,3 | 1,5 | 1,8 | 0,0 | 1,5 | 1,8 | 0,3 | 0,0 | -0,1 |
| | | [0,2 - 0,4] ⁴⁾ | [0,9 - 2,1] ⁴⁾ | [1,0 - 2,6] ⁴⁾ | [-0,3 - 0,3] ⁴⁾ | [0,8 - 2,2] ⁴⁾ | [1,0 - 2,6] ⁴⁾ | | | |
| IPCH hors énergie | 0,7 | 0,9 | 1,4 | 1,7 | 0,8 | 1,4 | 1,8 | 0,0 | -0,1 | 0,0 |
| IPCH hors énergie et prod. alim. | 0,8 | 0,8 | 1,4 | 1,7 | 0,8 | 1,3 | 1,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁷⁾ | 0,7 | 0,8 | 1,4 | 1,7 | 0,8 | 1,3 | 1,7 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Coûts unitaires de main-d'œuvre | 1,2 | 0,8 | 0,7 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | -0,3 | -0,3 | 0,1 |
| Rémunération par tête | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 2,3 | 1,7 | 2,0 | 2,3 | -0,3 | -0,3 | 0,0 |
| Productivité du travail | 0,3 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 0,6 | 1,0 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB) | -2,4 | -2,1 | -1,8 | -1,5 | -2,3 | -1,9 | -1,5 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁸⁾ | -1,8 | -1,7 | -1,7 | -1,4 | -1,8 | -1,7 | -1,7 | 0,1 | 0,1 | 0,3 |
| Dette brute des adm. publiques (% du PIB) | 92,0 | 91,5 | 90,2 | 88,4 | 91,4 | 89,8 | 87,9 | 0,1 | 0,4 | 0,6 |
| Solde du compte courant (% du PIB) | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | -0,6 | -0,4 | -0,4 |

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

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

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

4) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

5) Les fourchettes des projections de l'Eurosystem pour la croissance du PIB en volume en 2015, 2016 et 2017 ont été corrigées depuis la publication de ce document le 3 juin 2015.

6) Y compris les échanges intra-zone euro.

7) 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.

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

Les marges bénéficiaires devraient s'accroître avec la poursuite de la reprise. Les marges bénéficiaires, qui ont été faibles ces dernières années, devraient repartir à la hausse sur l'horizon de projection sous l'effet de la hausse de la productivité et de l'affermissement de l'activité économique, soutenant le pouvoir en matière de fixation des prix des entreprises. Cela étant, les réformes des marchés de produits mises en œuvre pendant la crise devraient continuer de freiner la hausse des marges bénéficiaires pendant la reprise. La concurrence accrue sur les marchés de produits mondiaux et

domestiques est aussi susceptible de reporter ou d'atténuer le rebond conjoncturel des marges bénéficiaires par rapport aux régularités historiques.

Par rapport aux projections publiées en mars, la projection relative à la hausse de l'IPCH a été relevée pour 2015 et reste globalement inchangée pour 2016 et 2017. Ce relèvement pour 2015 reflète les effets haussiers découlant du récent rebond des cours du pétrole exprimés en euros par rapport au précédent exercice de projection.

4. PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

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

Le déficit public et les ratios d'endettement se contracteraient sur l'horizon de projection. La diminution du ratio de déficit public par rapport au PIB est entièrement imputable à l'amélioration cyclique de l'économie de la zone euro et à la baisse des charges d'intérêt. En revanche, le solde budgétaire primaire structurel devrait rester globalement stable sur l'horizon, traduisant une orientation budgétaire globalement neutre. Le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait avoir atteint un pic en 2014 et diminuer sur l'horizon de projection à la faveur de l'amélioration du solde budgétaire, du renforcement de la croissance économique et du faible niveau des taux d'intérêt.

Par rapport aux projections de mars, l'évolution du solde budgétaire des administrations publiques est légèrement plus favorable, tandis que les perspectives en matière d'endettement se sont quelque peu détériorées. La modeste amélioration du solde budgétaire tient principalement à une nouvelle contraction des coûts des emprunts souverains. Les perspectives en termes de ratio d'endettement public ont été révisées en hausse en raison essentiellement de l'effet dénominateur lié au ralentissement du PIB nominal.

Encadré 3

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

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

1) Une évolution différente des cours du pétrole

D'autres modèles d'évolution des cours du pétrole montrent des prix du pétrole légèrement plus élevés en 2017. Les hypothèses techniques prévoient une augmentation des cours du pétrole sur l'horizon de projection (cf. encadré 2). Cette évolution est cohérente avec un redressement de la demande mondiale de pétrole dans le sillage du raffermisssement de l'économie mondiale et avec une légère réduction de

² Les hypothèses budgétaires prennent en compte les informations contenues dans les lois de finances pour 2015 ainsi que les plans budgétaires nationaux à moyen terme et les mises à jour des programmes de stabilité qui étaient disponibles au 20 mai 2015. Elles incluent toutes les mesures qui ont déjà été entérinées par les parlements nationaux ou qui ont été définies en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

l'offre de pétrole en raison du sous-investissement et des pertes de capacités de production dans certains pays producteurs. L'Eurosystème utilise une série de modèles alternatifs pour projeter les cours du pétrole sur l'horizon. Il s'agit notamment (a) d'un modèle fondé sur les contrats à terme corrigé des risques, c'est-à-dire un modèle statistique qui corrige les erreurs de projection résultant des contrats à terme grâce à une prime de risque variable dans le temps liée à l'activité économique aux États-Unis ; (b) d'un modèle VAR bayésien, à savoir un modèle empirique basé sur des données relatives aux fondamentaux en matière de pétrole (production et stocks) et à l'activité mondiale ; et (c) d'un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DGSE), soit un modèle théorique prenant en compte la dynamique de long terme sur le marché du pétrole.¹ Une moyenne pondérée égale des projections de cours du pétrole tirée de ces trois modèles et des prix du pétrole ressortant des marchés à terme, comme dans le scénario de base, indique actuellement des cours du pétrole légèrement inférieurs au scénario de base en 2015 et 2016. Pour 2017, toutefois, cette combinaison de modèles signale une hausse légèrement plus forte des prix du pétrole, conforme aux capacités de production en baisse dans certains pays. Cette évolution différente aurait une incidence très limitée sur la croissance du PIB en volume et l'inflation en 2015 et 2016 alors que, pour 2017, elle entraînerait une croissance un peu plus faible et une hausse de l'IPCH légèrement plus élevée (+0,1 point de pourcentage).

2) Un schéma différent d'évolution du taux de change

Une nouvelle dépréciation de l'euro pourrait résulter des anticipations d'orientations divergentes de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis. Un tel scénario induirait une période prolongée de faibles taux d'intérêt dans la zone euro et une normalisation accélérée de la politique monétaire aux États-Unis. Une trajectoire différente de l'euro, prévoyant une nouvelle dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le 12 mai 2015, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,03 en 2017, soit 8,2 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence pour cette année-là. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52 %. Cela entraîne une divergence graduelle à la baisse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 4,3 % en deçà du scénario de référence en 2017. Dans ce scénario, les résultats de différents modèles macroéconomiques élaborés par les experts de l'Eurosystème vont dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et d'une progression de l'IPCH, à hauteur de 0,1-0,4 point de pourcentage, en 2015, 2016 et 2017.

¹ Pour plus de détails, cf. Manescu, C. et Van Robays, L., *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, document de travail, n° 1735, BCE, 2014.

Encadré 4

PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau ci-dessous). Comme signalé dans le tableau, la plupart des prévisions actuellement disponibles des autres institutions sont proches du point central des projections des services de l'Eurosystème et se situent nettement à l'intérieur des intervalles de ces projections (entre parenthèses dans le tableau).

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

(variations annuelles en pourcentage)

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

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (printemps 2015) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2015 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).
Note : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE 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.

1) Les fourchettes des projections de l'Eurosystème pour la croissance du PIB en volume en 2015, 2016 et 2017 ont été corrigées depuis la publication de ce document le 3 juin 2015.

© Banque centrale européenne, 2015

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

Adresse postale : 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 69 1344 0

Télécopie : +49 69 1344 6000

Site Internet : <http://www.ecb.europa.eu>

Tous droits réservés.

Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.