



PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2015 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTEME¹

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

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre et le PIB en volume croître de 1,5 % en 2015, 1,7 % en 2016 et 1,9 % en 2017. Les perspectives générales restent globalement inchangées par rapport au précédent exercice de projection, même si un renforcement des perspectives relatives à la demande intérieure et une dégradation concernant la demande étrangère sont attendus. L'inflation s'accroîtrait sur l'horizon de projection pour s'établir à 1,6 % en 2017. Les perspectives d'évolution de l'inflation ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison du recul des cours du pétrole.

Un certain nombre d'éléments favorables devraient continuer à encourager, en 2016 et 2017, le redressement soutenu par la demande intérieure. La transmission à l'économie de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE se poursuit, comme en témoigne le nouvel assouplissement des conditions de l'offre de crédit, le récent retournement des encours de crédit et la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. Le bas niveau des cours du pétrole devrait favoriser la consommation et l'investissement. En outre, également en raison du récent afflux de réfugiés, qui devrait entraîner une augmentation de la consommation publique et des transferts aux ménages, la demande intérieure bénéficiera d'un certain assouplissement budgétaire. Les besoins de désendettement du secteur privé devant s'estomper, la demande intérieure devrait croître dans les prochaines années via l'accélérateur de l'investissement. L'amélioration continue de la situation sur les marchés du travail devrait, elle aussi, soutenir la consommation. Cela étant, la contribution de la reprise mondiale à l'activité de la zone euro devrait rester plus modérée, en grande partie du fait de la faiblesse de la croissance dans les économies de marché émergentes.

La hausse de l'IPCH devrait s'intensifier, pour s'établir à 1,0 % en 2016 et à 1,6 % en 2017. Les évolutions de la composante énergie de l'IPCH devraient jouer un rôle crucial dans le profil de progression de l'IPCH sur l'horizon de projection. Au tournant de l'année et au deuxième semestre 2016, d'importants effets de base haussiers, conjugués aux augmentations des cours du pétrole attendues (conformément aux prix des contrats à terme), jusqu'en 2017, devraient provoquer une hausse significative des prix de la composante énergie par rapport aux taux négatifs actuels. De surcroît, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer graduellement sur l'horizon de projection. L'accroissement des salaires et des marges bénéficiaires devrait faire remonter l'inflation sous-jacente à mesure que le rythme de la reprise économique s'accroîtra. De plus, la baisse substantielle du taux de change de l'euro devrait continuer à se répercuter sur la hausse de l'IPCH.

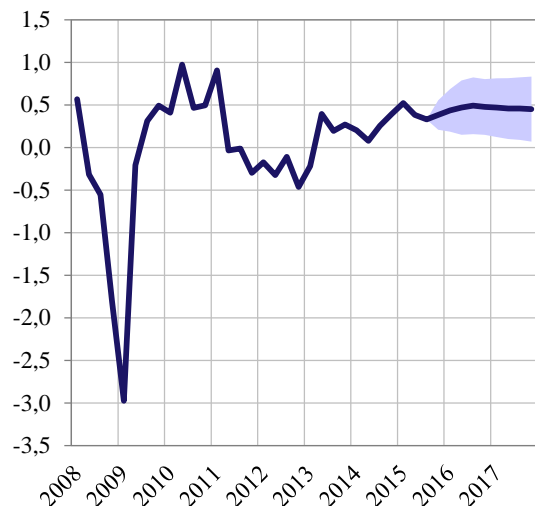
¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement 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 son site Internet. La date d'arrêté pour les hypothèses techniques telles que les cours du pétrole et les taux de change est le 12 novembre 2015 (cf. l'encadré 3). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 19 novembre 2015. Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2015-2017. Les projections calculées sur un horizon aussi long étant très incertaines, il convient de les interpréter avec beaucoup de précautions. Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme* du Bulletin mensuel de la BCE de mai 2013.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

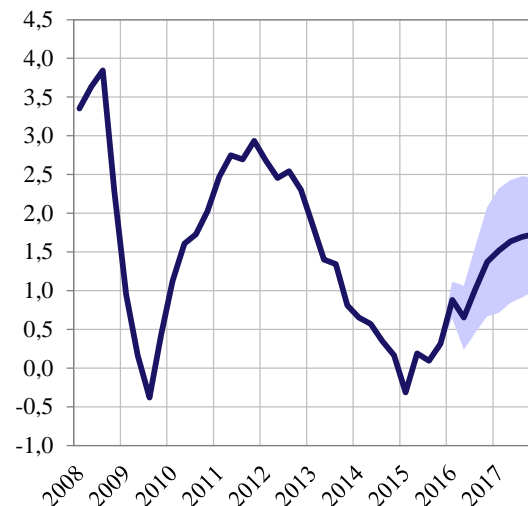
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

2. L'ÉCONOMIE RÉELLE

Le redressement de l'activité de la zone euro devrait se poursuivre, de plus en plus soutenu par la demande intérieure sur l'horizon de projection. La progression du PIB en volume a atteint 0,3 % au troisième trimestre 2015. La confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs est demeurée élevée au cours des derniers mois, ce qui laisse présager une croissance régulière dans un futur proche. À plus long terme, plusieurs facteurs favorables devraient soutenir la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection, en particulier l'orientation accommodante de la politique monétaire, un certain assouplissement budgétaire, le bas niveau des cours du pétrole et une amélioration graduelle de la demande mondiale, associée à une progression des parts de marché à l'exportation, traduisant un taux de change effectif de l'euro relativement faible.

Les dépenses de consommation privée resteraient le facteur déterminant de la reprise.

L'accroissement du revenu disponible nominal s'intensifierait sur l'horizon de projection, soutenu par l'augmentation des revenus salariaux, dans un contexte de croissance robuste de l'emploi et de hausse plus forte de la rémunération nominale par personne occupée, et par l'accélération des autres revenus des ménages. De plus, des transferts plus élevés et la baisse des impôts directs augmenteraient les revenus des ménages en 2016. L'évolution du revenu réel disponible devrait rester vigoureuse en 2016 avant de ralentir en 2017, sous l'effet d'une hausse des prix à la consommation. Aidés en cela par le programme d'achats d'actifs (APP), le faible niveau des coûts de financement et l'accroissement du patrimoine net des ménages devraient encourager la consommation privée, même si l'environnement actuel de bas loyer de l'argent pèse également sur le revenu disponible à travers les faibles intérêts perçus. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée s'élèverait à 1,7 % en moyenne sur la période 2015-2017, après une hausse de 0,8 % en 2014.

Le taux d'épargne devrait demeurer globalement stable à court terme, avant de diminuer légèrement en 2017. Pour 2015, une faible augmentation du taux d'épargne devrait être enregistrée,

traduisant une certaine inertie de l'ajustement de la consommation par rapport à l'accroissement du revenu réel disponible des ménages lié aux cours du pétrole. En 2016, le taux d'épargne devrait rester à un niveau globalement inchangé, avant de fléchir quelque peu en 2017. Dans certains pays, le chômage élevé et les hauts niveaux d'endettement brut devraient maintenir quelques tensions à la hausse sur l'épargne, tandis que les très faibles taux d'intérêt pourraient rendre nécessaire la constitution d'une épargne supplémentaire dans quelques pays. À terme, toutefois, les tensions à la baisse sur l'épargne devraient dominer. Premièrement, la consommation des ménages s'alignerait progressivement sur l'accroissement du revenu disponible résultant de la diminution des cours du pétrole. Deuxièmement, le repli graduel du chômage entraînerait une baisse de l'épargne de précaution et permettrait aux ménages d'engager des dépenses importantes qu'ils avaient peut-être reportées jusque-là. Enfin, les revenus d'intérêts très bas tendent à décourager l'épargne par le biais d'un effet de substitution intertemporel.

L'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se redresser, à partir d'un niveau très faible toutefois. Les données révisées suggèrent une activité d'investissement résidentiel un peu plus soutenue au premier semestre 2015. À terme, elle devrait encore se consolider sur l'horizon de projection, à la faveur de la croissance soutenue du revenu réel disponible, des taux hypothécaires très bas et de conditions de financement plus favorables, renforcées par le programme APP. Il devrait s'ensuivre une plus forte croissance des prêts consentis aux ménages et, par voie de conséquence, un soutien à l'investissement résidentiel. Ceci étant, le haut niveau d'endettement des ménages et les effets démographiques défavorables dans certains pays de la zone euro sont susceptibles d'empêcher une augmentation plus marquée de l'investissement résidentiel.

L'investissement des entreprises devrait progressivement s'accélérer, sous l'effet de meilleures conditions de financement et de la reprise conjoncturelle. L'orientation accommodante de la politique monétaire, les effets d'accélérateur ayant pour toile de fond le renforcement attendu des demandes intérieure et extérieure, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone, les mesures budgétaires prises dans certains pays et l'amélioration des marges bénéficiaires dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières déjà doté de liquidités abondantes sont autant de facteurs qui devraient soutenir les dépenses d'investissement. Qui plus est, la pression globale résultant du désendettement des entreprises dans la zone euro devrait, sur l'horizon de projection, moins peser que par le passé sur l'investissement des entreprises. De fait, dans la plupart des pays, les ratios de dette rapportée aux fonds propres ont fortement reculé par rapport aux pics atteints pendant la crise financière et se situent à des niveaux historiquement bas. Toutefois, la reprise de l'investissement des entreprises sera encore freinée par les goulets d'étranglement financiers subsistants et les niveaux élevés d'endettement dans certains pays ainsi que par les anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé.

L'orientation budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle net du soutien des administrations publiques au secteur financier, devrait contribuer à la demande de façon légèrement positive sur l'horizon de projection. Après un timide resserrement des mesures budgétaires discrétionnaires en 2015, on peut s'attendre à un assouplissement discrétionnaire en 2016 et à des mesures budgétaires neutres en 2017². La croissance des investissements publics en volume devraient se redresser quelque peu en 2016 avant d'accélérer en 2017, tandis que la consommation des administrations publiques croîtrait à un rythme relativement soutenu. L'afflux des réfugiés devrait contribuer à un assouplissement de l'orientation budgétaire dans la zone euro (cf. l'encadré 2).

La demande étrangère adressée à la zone euro devrait être freinée par la faiblesse de la croissance des marchés émergents et des échanges au niveau mondial, mais devrait progressivement se ressaisir sur l'horizon (cf. l'encadré 1). Si l'on table sur un renforcement progressif de la demande étrangère sur l'horizon de projection, le rythme d'expansion sera lent en raison d'une croissance médiocre des importations dans les économies de marché émergentes. Cette progression serait bien inférieure au

² Les hypothèses budgétaires prennent en compte les informations contenues dans les lois de finances pour 2016 ainsi que d'autres informations pertinentes qui étaient disponibles au 19 novembre 2015. Elles incluent toutes les mesures qui ont déjà été entérinées par les parlements nationaux ou qui ont été définies de manière suffisamment détaillées par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

rythme constaté avant la crise, reflétant une activité mondiale moins dynamique et une diminution de l'élasticité du commerce mondial à la croissance, en particulier dans les économies de marché émergentes.

La croissance des exportations hors zone euro devrait s'amplifier sur l'horizon de projection. La progression des exportations hors zone euro continuerait d'être supérieure à celle de la demande étrangère sur l'horizon de projection, les exportations bénéficiant des effets décalés de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et des gains de compétitivité. Quant à la croissance des importations hors zone euro, elle devrait demeurer relativement modérée sur l'horizon de projection, traduisant une structure de la demande globale dominée par des composantes de dépense présentant un faible contenu en importations telles que la consommation publique et privée. L'excédent du compte courant augmenterait, passant de 2,4 % du PIB en 2014 à 3,0 % en 2015, avant de revenir à 2,9 % en 2016 et 2,7 % en 2017.

L'écart de production négatif devrait se réduire, en liaison avec la croissance modérée du PIB potentiel. Selon les estimations, la croissance potentielle se situerait aux alentours de 1 % seulement sur l'horizon de projection, demeurant nettement en deçà de son rythme d'avant la crise. La progression attendue du PIB en volume étant supérieure à son potentiel, l'écart de production négatif devrait se resserrer de façon substantielle d'ici à la fin de l'horizon de projection.

Encadré 1

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

L'économie mondiale reste sur une trajectoire de reprise progressive même si son rythme d'expansion demeure modéré. Les indicateurs économiques mondiaux et les données nationales disponibles suggèrent une poursuite de la croissance mondiale à un rythme modéré au troisième trimestre 2015. Dans les mois à venir, l'activité économique mondiale devrait rester sur une trajectoire de reprise modeste et graduelle, quoique inégale, résultant de perspectives de croissance soutenue dans les économies les plus avancées, les perspectives des économies de marché émergentes restant timides au regard des évolutions passées. La faiblesse des cours du pétrole, les conditions de financement favorables, les améliorations de la confiance et des marchés du travail mais aussi la dissipation des obstacles liés au processus de désendettement dans le secteur privé et à l'assainissement budgétaire devraient soutenir les perspectives relatives aux économies développées. Les perspectives des économies de marché émergentes sur le moyen terme sont, elles, plus contrastées. Si un raffermissement de la demande dans les économies développées devrait favoriser un rebond de l'activité économique, les obstacles structurels et les déséquilibres macroéconomiques constatés dans plusieurs grandes économies émergentes continuent d'entraver leurs perspectives de croissance. Dans le même temps, certaines de ces économies, à l'approche de la normalisation de la politique monétaire américaine, sont en phase d'ajustement à la baisse des prix des matières premières et au durcissement des conditions de financement extérieures, tandis que l'incertitude politique demeure élevée dans quelques-unes d'entre elles. La croissance mondiale (hors zone euro) devrait progressivement s'accroître, passant de 3,1 % en 2015 à 3,6 % en 2016 et à près de 3,9 % en 2017. Par rapport aux projections publiées en septembre, ces anticipations comportent une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2015 et de 0,2 point de pourcentage pour 2016.

Les échanges mondiaux ont été extrêmement médiocres au premier semestre 2015 mais devraient progressivement gagner en dynamisme. Les données relatives aux échanges internationaux des six premiers mois de l'année 2015 ont été fortement révisées à la baisse et font désormais apparaître une contraction plus marquée. Si la chute brutale des importations en Russie et au Brésil sur cette période tient en partie au recul de la demande intérieure et à une dépréciation du taux de change de ces pays, les évolutions dans d'autres économies (dont le Royaume-Uni, le Japon et la Chine) semblent surtout traduire du bruit dans les données relatives aux échanges commerciaux. Les indicateurs récents révèlent une certaine stabilisation pour le troisième trimestre 2015 mais, dans l'ensemble, le climat prédominant à court terme devrait être empreint d'atonie. À plus long terme, les échanges internationaux se redresseraient progressivement, en ligne avec la reprise de l'économie mondiale, mais sans du tout

retrouver la dynamique observée avant la crise financière. Globalement, par rapport au PIB mondial, l'évolution des importations mondiales et de la demande étrangère adressée à la zone euro devrait être relativement faible sur l'horizon. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'amplifier, passant de -0,1 % en 2015 à 2,7 % en 2016 et 3,8 % en 2017. Par rapport aux projections publiées en septembre, cette évolution représente une révision à la baisse de 1,6 point de pourcentage pour 2015, de 0,7 point pour 2016 et de 0,3 point pour 2017.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

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.

L'amélioration des conditions sur les marchés du travail de la zone euro devrait se poursuivre tout au long de la période de projection. Les effectifs employés devraient conserver un vif dynamisme au second semestre 2015 et poursuivre sur leur lancée en 2016 et 2017, principalement grâce à la reprise économique, aux incitations budgétaires dans certains pays, à la modération salariale, aux réformes antérieures des marchés du travail et à l'intégration graduelle des réfugiés sur ces marchés. Le nombre d'heures travaillées par personne employée devrait s'accroître légèrement sur l'horizon de projection mais demeurer bien inférieur aux niveaux qui prévalaient avant la crise. Ces évolutions de l'emploi impliquent un rebond de la croissance de la productivité du travail, de 0,3 % en 2014 à 0,9 % en 2017, en ligne avec son profil procyclique traditionnel. La population active augmenterait plus vigoureusement qu'envisagé précédemment, de 0,5 % en 2016 et 2017, après des taux de progression annuels de 0,2 % en 2014 et 2015, traduisant l'afflux continu de réfugiés (cf. l'encadré 2) et la dissipation des effets dissuasifs. Le taux de chômage devrait revenir à 10,1 % en 2017, soit un niveau toujours très supérieur à celui d'avant la crise (7,5 % en 2007).

Par rapport aux projections publiées en septembre, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. La légère révision à la hausse, pour 2015, reflète pour une large part la plus forte progression au second trimestre 2015. Les perspectives globalement non révisées pour 2016 et 2017 sont le reflet de deux facteurs agissant en sens opposé : d'une part, des perspectives plus soutenues pour la consommation privée et une consommation accrue des administrations publiques ayant pour origine, entre autres, les mesures budgétaires prises dans le contexte de l'afflux de réfugiés et, d'autre part, des perspectives plus moroses pour les exportations tenant à l'affaiblissement de la demande étrangère.

Encadré 2

INCIDENCE DE L'AFFLUX DES RÉFUGIÉS SUR L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO

La zone euro fait face actuellement à un afflux de réfugiés sans précédent. Selon le Haut Commissariat des Nations unies pour les réfugiés, environ 850 000 migrants avaient traversé la mer Méditerranée à la fin novembre 2015, ce qui correspond à des flux bien supérieurs à ceux observés au cours de la crise des Balkans, au début des années 1990. Dans les présentes projections, il est supposé que 2,4 millions de réfugiés (soit moins de 1 % de la population de la zone euro) de plus qu'escompté dans les projections publiées en juin 2015 arriveront dans la zone euro d'ici à 2017.

L'évaluation de l'incidence de l'afflux des réfugiés sur l'économie réelle et les finances publiques est entourée d'une très grande incertitude. On a encore une idée très vague du nombre de réfugiés et de leurs compétences et il est pratiquement impossible de prévoir dans quelles proportions ces réfugiés seront rejoints par des membres de leurs familles. La répartition des réfugiés entre les pays de la zone euro reste elle aussi encore incertaine. En outre, les politiques d'asile nationales, avec leurs implications macroéconomiques et budgétaires, sont en voie d'ajustement.

L'incidence macroéconomique sur l'offre dépendra avant tout du taux d'activité et de la rapidité d'insertion sur les marchés du travail. Le processus d'entrée des réfugiés sur le marché officiel de l'emploi des pays d'accueil ne se fait généralement pas du jour au lendemain. Les réfugiés doivent d'abord obtenir l'asile et, parfois, un permis de travail, acquérir des connaissances linguistiques et faire reconnaître leurs compétences professionnelles. Si, pour des raisons juridiques et pratiques, au moins six mois sont nécessaires en moyenne dans la zone euro pour qu'un réfugié intègre le marché du travail, de grandes disparités existent d'un pays à l'autre et, dans les faits, nombreux sont ceux qui devront peut-être attendre plusieurs années avant de trouver un emploi stable. Dans le scénario de référence pour la zone euro, il est supposé que les nouveaux arrivants sont jeunes pour la plupart et en concurrence avec les travailleurs résidents au bas de l'échelle des salaires et de la distribution des compétences. De surcroît, seul un quart environ de l'ensemble des réfugiés devraient avoir rejoint la population active d'ici à la fin de l'horizon de projection.

L'incidence macroéconomique de l'afflux des réfugiés à court et à moyen terme s'opère à travers les canaux de l'offre et de la demande. Initialement, un choc positif sur la demande, causé par une hausse de la consommation des administrations publiques et privée, provoquerait une augmentation des prix et de la production, favorisée par ailleurs par une épargne relativement faible et une forte propension des réfugiés à consommer. La magnitude de ce choc pourrait également dépendre de l'ampleur des transferts de fonds effectués par les réfugiés vers leur pays d'origine. Parallèlement, dans certains pays, l'économie pourrait pâtir d'une détérioration de la confiance des consommateurs et des entreprises. Cette perte de confiance pourrait traduire la crainte que les réfugiés s'intègrent sur les marchés du travail au détriment des résidents - dans la mesure où les réfugiés ne prendraient pas d'emplois non pourvus - et que le secteur touristique des pays du sud de l'Europe accueillant les réfugiés en grand nombre en subisse le contrecoup. Avec l'entrée d'un certain nombre de réfugiés sur les marchés de l'emploi, la rémunération par tête et la productivité pourraient diminuer du fait du nombre croissant de travailleurs peu qualifiés et faiblement rémunérés. Dans un proche avenir néanmoins, l'inflation pourrait bien augmenter, par rapport à un scénario de référence n'incluant pas les retombées de l'arrivée de nouveaux réfugiés, en raison d'une demande intérieure renforcée, d'un affaiblissement de la productivité et d'un accroissement des loyers des logements. Par la suite, la hausse tendancielle de l'offre et de la demande de travail pourrait stimuler davantage la croissance *via* un regain de la consommation privée et de l'investissement en logements. En outre, à plus long terme, la croissance potentielle pourrait augmenter.

Les conséquences sur l'emploi, la production et les prix sont différentes selon les pays et devraient globalement être modérées dans le scénario de référence de la zone euro. Les effets budgétaires, eux, seront notables. L'incidence budgétaire de l'afflux de réfugiés devrait refléter les dépenses publiques en produits alimentaires et logements, les allocations aux réfugiés et, dans une moindre mesure, une consommation publique accrue liée, entre autres, aux dépenses d'éducation, de santé et, plus généralement, d'intégration. Les effets budgétaires attendus à court terme traduisent le fait que, hormis quelques signes de besoins accrus en logements, rien ne permet de présager d'investissements publics additionnels considérables. L'afflux des réfugiés devrait contribuer à un assouplissement de l'orientation budgétaire de la zone euro par rapport aux projections précédentes. L'incidence budgétaire sur les finances publiques se prolongerait sur l'ensemble de l'horizon de projection dans les pays les plus concernés. Mis à part quelques pays dans lesquels les coûts supplémentaires (limités) générés par l'accueil des réfugiés devraient être couverts en redéfinissant les priorités en matière de dépenses ou en puisant dans les réserves, il est escompté que lesdits coûts accentuent les déficits publics, d'autant plus que le Pacte de stabilité et de croissance offre une marge de manœuvre en la matière. À plus long terme, l'incidence budgétaire pourrait devenir plus favorable, essentiellement en fonction du calendrier et de l'ampleur de l'intégration des réfugiés sur les marchés du travail.

Encadré 3

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

Par rapport aux projections de septembre, les modifications des hypothèses techniques portent sur une baisse des cours exprimés en dollars du pétrole et des matières premières hors énergie, une légère appréciation du taux de change effectif de l'euro et un recul des taux d'intérêt 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 novembre 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, à -0,2 % en 2016 et à -0,1 % en 2017. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,2 % en 2015, 1,4 % en 2016 et 1,7 % 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 demeurer globalement stables en 2016 avant d'augmenter à nouveau modestement en 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 novembre, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 45 dollars (niveau relevé à cette date) à 52,2 dollars en 2016 et 57,5 dollars en 2017. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux suivre une trajectoire haussière². 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 novembre. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,09 tout au long de l'horizon de projection.

Hypothèses techniques

	Décembre 2015				Septembre 2015			Révisions depuis septembre 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cours du pétrole (en dollars par baril)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Cours de change USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variations annuelles en pourcentage)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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 quatrième trimestre 2016 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

3. PRIX ET COÛTS

La hausse de l'IPCH est restée proche de zéro ces derniers mois. Le bas niveau de l'inflation globale témoigne de l'intensification des pressions à la baisse exercées par les prix de l'énergie en raison du récent recul des cours du pétrole. Dans le même temps, la hausse de l'IPCH hors énergie s'est légèrement renforcée au cours des derniers mois, traduisant des augmentations des prix des produits alimentaires et des produits manufacturés hors énergie. Le renchérissement de ces derniers a été accentué par la forte dépréciation de l'euro. En revanche, en dépit d'une certaine volatilité, la hausse des prix des services a été pratiquement stable ces derniers mois, reflétant des tensions modérées sur les coûts intérieurs.

La hausse de l'IPCH devrait s'élever à 0,1 % en moyenne en 2015 et s'accroître à 1,0 % en 2016 et 1,6 % en 2017. La composante énergie de l'IPCH devrait considérablement influencer le profil de progression de l'IPCH sur l'horizon de projection. D'importants effets de base haussiers et les

augmentations attendues des prix du pétrole, sur la base des cours des contrats à terme, devraient provoquer une hausse significative des prix de l'énergie jusqu'en 2017. La hausse de l'IPCH hors énergie devrait se renforcer progressivement sous l'effet de tensions accrues sur les coûts intérieurs, liées à la réduction de l'écart de production. La dépréciation notable de l'euro et les conséquences indirectes de la hausse attendue des prix des matières premières sur l'horizon de projection devraient également exercer des effets haussiers sur la progression de l'IPCH hors énergie. Dans le même temps, l'incidence des prix administrés et des modifications de la fiscalité indirecte sur l'inflation demeurerait limitée.

La dépréciation de l'euro, les effets de base haussiers associés aux cours du pétrole ainsi que l'augmentation attendue des prix des matières premières devraient compter parmi les principaux facteurs à l'origine de la remontée de l'inflation sur l'horizon de projection. Après des années de tensions à la baisse sur les prix d'origine externe, les prix à l'importation devraient augmenter et contribuer à l'accélération de la hausse de l'IPCH sur l'horizon de projection. La progression annuelle du déflateur des prix à l'importation devrait passer de -2,0 % en 2015 à 0,4 % en 2016 et 1,8 % en 2017. Un facteur essentiel à l'origine de ces augmentations est l'affaiblissement important du taux de change de l'euro, dont les répercussions sur les prix intérieurs, *via* les prix à l'importation, sont généralement durables et devraient peser sur les prix intérieurs en 2016 et en 2017 également. En outre, les prix de l'énergie et des matières premières hors énergie entraîneront une hausse des prix à l'importation et à la consommation dans la zone euro sur l'horizon.

Un renforcement des tensions internes sur les prix devrait également contribuer à une hausse plus vive de l'IPCH, en particulier vers la fin de l'horizon de projection. La poursuite de la reprise économique et le raffermissement de la demande attendus devraient entraîner de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail et du pouvoir en matière de fixation des prix des entreprises. Dans ce contexte, tant les salaires que les marges bénéficiaires devraient repartir à la hausse et s'ajouter aux tensions internes sur les prix.

La diminution du sous-emploi sur les marchés du travail devrait renforcer la hausse de la rémunération nominale par tête. Toutefois, l'évolution des salaires resterait relativement modérée. Les facteurs freinant la progression de la rémunération par tête lors de la reprise économique en cours incluent la persistance de l'atonie sur les marchés du travail et l'environnement actuel de faible inflation. La hausse des salaires serait également ralentie par les processus d'ajustement en cours visant à accroître la compétitivité-prix dans certains pays de la zone euro. En outre, les réformes structurelles des marchés du travail mises en œuvre pendant la crise, voire la modération salariale contenue liée aux rigidités contraignantes à la baisse affectant les salaires nominaux, sont des facteurs qui peuvent mettre un frein à la relance des salaires pendant la phase de reprise actuelle. La progression des coûts salariaux unitaires devrait continuer de se situer aux alentours des bas niveaux des derniers mois jusque début 2017, l'accélération conjoncturelle escomptée de la productivité compensant le renforcement progressif de la hausse des salaires. Par la suite, une stabilisation de la croissance de la productivité, conjuguée à une nouvelle reprise de la hausse des salaires, implique une intensification de la progression des coûts salariaux unitaires en 2017.

Les marges bénéficiaires devraient se renforcer à mesure de la consolidation de la reprise économique. De nouvelles améliorations de la demande et la réduction des capacités inutilisées dans l'économie devraient soutenir le pouvoir en matière de fixation des prix des entreprises et la poursuite du redressement récent des marges bénéficiaires sur l'horizon de projection. Des gains exceptionnels liés aux fortes baisses passées des prix du pétrole et des matières premières ainsi que la dépréciation de l'euro, du fait des stratégies de prix adaptés au marché des exportateurs, ont contribué au récent redressement des marges bénéficiaires. Cela étant, les réformes structurelles des marchés de produits, entreprises pendant et après la crise, devraient avoir un effet modérateur sur les marges bénéficiaires, ces réformes ayant probablement accru le niveau de concurrence sur certains marchés. Globalement, après l'atonie prolongée des dernières années, les marges bénéficiaires devraient se redresser sur l'horizon de projection et progresser d'environ 0,5 % en moyenne chaque année entre 2015 et 2017.

Par rapport aux projections publiées en septembre, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse. De plus faibles tensions sur les prix d'origine externe, liées à des cours du pétrole plus bas qu'escompté, expliquent en grande partie cette correction.

4. PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Le solde des administrations publiques devrait se redresser. L'amélioration progressive du solde budgétaire (en pourcentage du PIB) est partiellement imputable au regain conjoncturel et à la diminution des charges d'intérêt, tandis que le solde primaire structurel devrait se détériorer en 2016 et rester stable en 2017. Quant au ratio de dette publique, qui a augmenté jusqu'en 2014, il devrait commencer à fléchir à partir de cette année.

Par rapport aux projections publiées en septembre, les perspectives budgétaires restent globalement inchangées. Le solde budgétaire des administrations publiques a été révisé légèrement à la hausse pour 2015 et légèrement à la baisse pour 2017, reflétant les variations de l'ampleur de l'assainissement budgétaire. La trajectoire de la dette est meilleure sur l'horizon de projection, traduisant un écart plus favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt ainsi que des répercussions positives de l'ajustement dette-déficit.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

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

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

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

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

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

5) Y compris les échanges intra-zone euro.

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

7) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. *Working Paper Series* (Document de travail), n° 77, BCE,

septembre 2001 et *Working Paper Series* (Document de travail), n° 579, BCE, janvier 2007). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques » du Bulletin mensuel de mars 2012 et l'encadré intitulé « Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente », publié dans le Bulletin mensuel de septembre 2014.

Encadré 4

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, l'examen de 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 les cours du pétrole et les taux de change ainsi que 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 2016 et 2017 que ceux ressortant des contrats à terme. Les hypothèses techniques relatives aux évolutions des cours du pétrole sous-tendant le scénario de référence des projections, fondées sur les marchés à terme, prévoient une augmentation sur l'horizon de projection (cf. l'encadré 3). Cette évolution est cohérente avec la faible reprise de la demande mondiale de pétrole, liée au raffermissement de l'économie mondiale, et avec le léger ralentissement de la progression de l'offre de pétrole. Les autres modèles utilisés par les services de la BCE¹⁾ pour projeter les cours du pétrole sur l'horizon suggèrent actuellement un prix du pétrole légèrement plus élevé sur cet horizon qu'anticipé dans les hypothèses techniques. Ce développement serait conforme à une reprise encore plus forte de la demande mondiale de pétrole à moyen terme et/ou à un ralentissement plus net de la croissance de l'offre de pétrole, sous l'effet d'une diminution des investissements dans ce secteur et donc d'une réduction des capacités d'exploitation du pétrole dans certains pays, en réaction à la récente baisse des cours. Cette évolution différente, à travers laquelle les cours du pétrole progresseraient un peu plus fortement, pour ressortir 5,8 % au-dessus du scénario de référence d'ici 2017, freinerait quelque peu la croissance du PIB en volume (de 0,1 point de pourcentage en 2017), tout en entraînant une légère accélération de la hausse de l'IPCH en 2016 et 2017 (d'environ 0,1 point de pourcentage tant en 2016 qu'en 2017).

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

L'évolution du taux de change effectif de l'euro comporte des risques à la hausse et à la baisse. Les risques à la baisse tiennent principalement à une divergence accrue des orientations de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. En particulier, un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro et une augmentation du taux des fonds fédéraux aux États-Unis sont susceptibles de renforcer les pressions à la baisse sur l'euro. À l'opposé, des risques à la hausse sur le taux de change de l'euro pourraient découler de l'aggravation des préoccupations concernant la croissance dans les économies de marché émergentes, et en Chine en particulier. La volatilité de marché accrue en résultant est de nature à provoquer une appréciation de l'euro due au dénouement d'importantes positions de *carry trade* (portage).

Afin d'illustrer les risques associés pesant sur les projections, la présente analyse de sensibilité comprend deux trajectoires alternatives du taux de change de l'euro. La première est basée sur le 25^e centile de la distribution fournie, le 12 novembre 2015, par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change USD/EUR. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 0,99 USD/EUR en 2017, soit 8,1 % en deçà de l'hypothèse de référence pour cette année-là. La deuxième trajectoire est fondée sur le

75^e centile de la même distribution et fait apparaître une appréciation graduelle de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,18 USD/EUR en 2017, soit 8,9 % au-dessus de l'hypothèse de référence pour cette année-là. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal (TCEN-38) traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux USD/EUR reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52 %. Dans le cas de la dépréciation, cela entraîne une divergence graduelle à la baisse du TCEN-38 par rapport au scénario de référence, jusqu'à un niveau 4,3 % inférieur au scénario de référence en 2017. Dans l'hypothèse de l'appréciation, la divergence à la hausse implicite du TCEN-38 le porte à un niveau 4,5 % supérieur au scénario de référence en 2017.

Dans les deux cas, les résultats de plusieurs modèles macroéconomiques des services de l'Eurosystème signalent des retombées relativement fortes sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH en 2016 et 2017. Les résultats dans le cas de la dépréciation de l'euro font ressortir une hausse plus forte de l'IPCH (entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage en 2016 et entre 0,3 et 0,5 point en 2017) et une accélération de la croissance du PIB en volume (entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage en 2016 et entre 0,2 et 0,3 point en 2017). Les résultats pour l'appréciation de l'euro sont similaires, en sens opposé (précédés d'un signe négatif).

1) Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2015.

Encadré 5

PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de 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 ne diffèrent pas sensiblement des prévisions ponctuelles de décembre établies par les 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 dans 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	Décembre 2015	1,5 [1,4-1,6]	1,7 [1,1-2,3]	1,9 [0,9-2,9]	0,1 [0,1-0,1]	1,0 [0,5-1,5]	1,6 [0,9-2,3]
Commission européenne	Novembre 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OCDE	Novembre 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Baromètre de la zone euro	Novembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus économique	Novembre 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Novembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
FMI	Octobre 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (automne 2015) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2015 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Notes : 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.

© Banque centrale européenne, 2015

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

Téléphone : +49 69 1344 0

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.