



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

PROJECTIONS MACROECONOMIQUES DE DECEMBRE 2013 POUR LA ZONE EURO ETABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTEME¹

Le PIB en volume devrait, selon les projections, se renforcer quelque peu à partir du quatrième trimestre et ce mouvement s'accélérer légèrement fin 2014. Une reprise progressive de la demande intérieure et extérieure devrait être le principal déterminant de cette amélioration continue de l'activité. La demande intérieure bénéficiera d'une réduction des incertitudes, de l'orientation accommodante de la politique monétaire - accentuée par la récente réduction du taux d'intérêt directeur de la BCE et les indications sur sa trajectoire future (*forward guidance*) -, de la diminution de la pression fiscale et d'une baisse des cours des matières premières favorable aux revenus réels disponibles. Elle profitera également, avec le temps, de l'atténuation des contraintes pesant sur l'offre de crédits. Par ailleurs, l'activité sera soutenue, sur l'horizon de projection, par l'incidence favorable sur les exportations du raffermissement progressif de la demande extérieure. Toutefois, malgré les progrès effectués en termes de rééquilibrage, qui se traduisent par des conditions plus propices à la croissance dans les pays en difficulté, les perspectives à moyen terme seront freinées par le besoin de nouveaux ajustements des bilans des secteurs privé et public et par le niveau élevé du chômage. Le PIB en volume se contracterait de 0,4 % en 2013 avant de croître de 1,1 % en 2014 et de 1,5 % en 2015. L'économie resterait empreinte d'une grande atonie jusqu'à la fin de l'horizon.

L'inflation mesurée par l'IPCH devrait se situer à 1,4 % en 2013, 1,1 % en 2014 et 1,3 % en 2015 dans la zone euro. Ces évolutions des prix modérées s'expliqueraient en partie par l'incidence à la baisse sur les prix de l'énergie des cotations du pétrole en recul sur les marchés à terme, par l'appréciation antérieure de l'euro et la morosité persistante de l'économie. La hausse des prix des produits alimentaires devrait également ralentir nettement sous l'effet des baisses passées des cours internationaux des produits alimentaires et de l'hypothèse d'une hausse modérée sur l'horizon. La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ne devrait s'accélérer que faiblement et passer de 1,1 % en 2013 à 1,3 % en 2014 et 1,4 % en 2015, reflétant les faibles tensions sur les coûts intérieurs dans un contexte de reprise modérée de l'activité.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2013 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume est inchangée pour 2013 et révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2014. S'agissant de l'inflation globale, la projection est revue à la hausse, de 0,1 point de pourcentage en 2013 et 0,2 point en 2014.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir graduellement sur l'horizon de projection, passant de 3,3 % en 2013 à 3,9 % en 2014 et 4,1 % en 2015. La croissance s'est légèrement renforcée dans les économies avancées dans le courant de 2013. En revanche, elle s'est tassée dans les marchés émergents en raison d'une demande intérieure plus faible et de marges de manœuvre limitées pour de nouvelles politiques nationales de soutien. Les indicateurs mondiaux à court terme signalent une amélioration du climat des affaires, conforme à la poursuite du redressement de l'activité mondiale. Les conditions de financement se sont stabilisées ces derniers temps, à la suite de la décision du Comité fédéral de l'*open market* de retarder la réduction progressive de ses achats d'actifs, ce qui devrait bénéficier globalement à la reprise de l'économie mondiale, même si celle-ci resterait progressive. Le rééquilibrage de la dette du secteur privé qui, s'il progresse, demeure partiel et l'assainissement des

¹ Sur la base des informations disponibles au 22 novembre 2013, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro. Les projections macroéconomiques de l'Eurosystème sont élaborées conjointement par les experts de la BCE et des BCN de la zone euro. Elles apportent, deux fois par an, une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations détaillées sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projection Exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur le site Internet de la BCE.

finances publiques devraient peser sur la croissance dans les économies avancées, mais dans une moindre mesure que les années précédentes. Le rebond dans les marchés émergents serait quant à lui freiné par des facteurs structurels, notamment les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et les contraintes de capacité.

Les échanges internationaux se sont redressés depuis le début de 2013, en ligne avec la reprise modérée de l'activité économique. Toutefois, les indicateurs disponibles laissent augurer de perspectives relativement atones à court terme. À plus longue échéance, la progression du commerce mondial devrait s'accélérer graduellement sur l'horizon de projection, sans atteindre cependant les niveaux d'avant la crise. Les échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devraient croître de 3,9 % en 2013, 5,6 % en 2014 et 6,4 % en 2015. La demande émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro augmentant moins rapidement que celle provenant du reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus faible que celle des échanges mondiaux et s'établir à 3,0 % en 2013 avant de passer à 5,0 % en 2014 et à 5,7 % en 2015.

Tableau 1 L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2013				Révisions depuis septembre 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2013 du *Bulletin mensuel*, les perspectives de croissance mondiale ont été revues faiblement à la baisse, les modestes révisions à la hausse de la croissance dans les économies avancées étant compensées par les révisions à la baisse de l'activité dans les économies émergentes. Les perspectives concernant la demande extérieure de la zone euro demeurent largement inchangées sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Encadré 1

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

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 14 novembre 2013. L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,2 % en 2013, à 0,3 % en 2014 et à 0,5 % en 2015. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 2,9 % en 2013, de 3,1 % en 2014 et de 3,6 % en 2015¹. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient atteindre un plancher fin 2013-début 2014, puis repartir en hausse progressivement. S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêté, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devrait revenir de 112,0 dollars en 2012 à 108,2 dollars

en 2013, 103,9 dollars en 2014 et 99,2 dollars en 2015. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer de 5,4 % en 2013 et de 2,6 % en 2014, avant d'augmenter à nouveau de 3,7 % en 2015².

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. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,33 en 2013 et de 1,34 en 2014 et 2015, supérieur de 4,6 % à celui de 2012. Le taux de change effectif de l'euro devrait s'apprécier de 3,7 % en 2013 et de 0,8 % en 2014 et demeurer stable en 2015.

Hypothèses techniques

	Décembre 2013				Révisions depuis septembre 2013 ^{1,2}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Cours du pétrole (en dollars/par baril)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Cours de change EUR/USD	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Taux de change effectif nominal de l'euro (variations annuelles en pourcentage)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

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

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

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 22 novembre 2013. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2013 du *Bulletin mensuel*, les variations des hypothèses techniques sont relativement faibles : les cours du pétrole exprimés en dollars sont plus élevés, le cours de change de l'euro est légèrement plus fort et les taux d'intérêt dans la zone euro sont en recul.

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 2014 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 basée sur un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Le PIB en volume a augmenté de 0,1 % au troisième trimestre 2013, après une progression de 0,3 % au deuxième trimestre (voir le graphique). Les récentes données d'enquête indiquent un renforcement modéré de l'activité au quatrième trimestre 2013. En 2014 et 2015, la dynamique de croissance devrait s'accélérer quelque peu. Cette reprise de l'activité sur l'horizon de projection traduirait essentiellement le redressement graduel de la demande intérieure. Celle-ci profitera de l'amélioration de la confiance dans

un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes, de l'orientation accommodante de la politique monétaire - accentuée par la récente réduction du taux d'intérêt directeur de la BCE et les indications sur sa trajectoire future (*forward guidance*) -, de l'orientation moins restrictive des politiques budgétaires et d'un ralentissement de la hausse des prix des matières premières, qui devrait soutenir les revenus réels disponibles. Elle bénéficiera également, avec le temps, de l'atténuation des contraintes pesant sur l'offre de crédits. Par ailleurs, l'activité sera de plus en plus soutenue, sur l'horizon de projection, par l'incidence favorable sur les exportations du raffermissement progressif de la demande extérieure. Toutefois, malgré des progrès réalisés en termes de rééquilibrage dans certains pays en difficulté de la zone euro, qui se traduisent par des conditions plus propices à une croissance tirée par les exportations, la nécessité de procéder à de nouveaux ajustements des bilans des secteurs public et privé et le chômage élevé devraient continuer de peser sur les perspectives de croissance au cours de l'horizon de projection.

Dans l'ensemble, la reprise resterait modérée au regard des évolutions de très long terme, le PIB en volume de la zone euro ne devant retrouver son niveau d'avant la crise (au premier trimestre 2008) qu'à la fin 2015. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait se contracter de 0,4 % en 2013, reflétant largement l'acquis de croissance négatif lié à l'évolution de l'activité en 2012, puis progresser de 1,1 % en 2014 et de 1,5 % en 2015. Ce profil d'expansion traduit l'augmentation régulière de la contribution de la demande intérieure conjuguée à un soutien croissant des exportations.

Examinant plus en détail les composantes de la croissance, les exportations hors zone euro devraient se renforcer au quatrième trimestre 2013 et croître plus fortement en 2014 et 2015, à la faveur du raffermissement de la demande extérieure. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter plus lentement en raison de la faiblesse relative de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait progresser au quatrième trimestre 2013 et sa dynamique s'accélérer légèrement en 2014. Sur l'horizon de projection, la croissance de l'investissement devrait être soutenue par plusieurs facteurs : le renforcement progressif attendu de la demande intérieure et extérieure ; le très bas niveau des taux d'intérêt ; l'atténuation des incertitudes ; la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones ; la réduction des effets défavorables sur l'offre de crédit ; une certaine amélioration des marges bénéficiaires dans le sillage de la reprise de l'activité. Toutefois, l'incidence négative cumulée exercée par les faibles niveaux d'utilisation des capacités, la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des entreprises, les conditions de financement défavorables et un niveau relativement élevé d'incertitude dans certains pays et secteurs de la zone euro sont considérés comme continuant de peser sur les perspectives. L'investissement résidentiel devrait augmenter modestement à court terme et plus rapidement à partir de la mi-2014. Sa dynamique demeurerait toutefois modérée, en raison du besoin d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans certains pays, de la faible progression du revenu disponible et des anticipations générales de nouvelles baisses des prix de l'immobilier dans certains pays de la zone. De plus, l'attractivité relative de l'investissement résidentiel dans certains pays, soutenu par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt hypothécaires et la hausse des prix de l'immobilier, ne peut exercer qu'une incidence progressive dans la mesure où le secteur de la construction dans ces pays a déjà pratiquement atteint ses limites de capacité. L'investissement public devrait pour sa part rester faible sur l'ensemble de l'horizon, sous l'effet des mesures programmées d'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone euro.

L'emploi en termes de personnes occupées devrait globalement stagner au cours des prochains trimestres et augmenter modestement à partir de la mi-2014. La reprise de l'emploi serait modérée du fait du faible rebond de l'activité et de la réaction généralement décalée de l'emploi aux fluctuations de la production, cette dernière reflétant une hausse du nombre d'heures travaillées par personne occupée avant une augmentation des effectifs. Cela étant, le seuil de croissance économique permettant la création d'emplois pourrait avoir été abaissé dans certains pays en difficulté grâce aux réformes des marchés du travail. La population active devrait rester stable en 2013, puis s'accroître faiblement avec le retour progressif de certains segments de la population sur le marché du travail. Cette évolution devrait contribuer à freiner la hausse des salaires et avoir une incidence positive sur la croissance potentielle. Le taux de chômage devrait reculer légèrement sur l'horizon de projection. La productivité du travail (mesurée en termes de production par personne employée) a augmenté dans le courant de 2013 et ce mouvement devrait s'intensifier sur le reste de l'horizon de projection, traduisant l'accélération attendue de l'activité économique et la réaction décalée de l'emploi.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro

 (variations annuelles en pourcentage)^{1), 2)}

	Décembre 2013				Révisions depuis septembre 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB en volume ³⁾	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 - -0,3]	[0,4 - 1,8]	[0,4 - 2,6]			
Consommation privée	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Consommation publique	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
FBCF	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Exportations ⁴⁾	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Importations ⁴⁾	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Emploi	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Taux de chômage (% de la population active)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
IPCH	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 - 1,4]	[0,6 - 1,6]	[0,5 - 2,1]			
IPCH hors énergie	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁵⁾	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Coûts unitaires de main- d'œuvre	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Rémunération par tête	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Productivité du travail	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁶⁾	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Solde du compte courant (% du PIB)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) La Lettonie est incluse dans les projections pour 2014 et 2015. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2014 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lettonie dès 2013.

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

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

4) Y compris les échanges intra-zone euro.

5) 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.

6) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements. Le calcul respecte l'approche du SEBC concernant les soldes budgétaires corrigés du cycle (voir C. Bouthévilain et al., « *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach* », document de travail de la BCE n° 77, septembre 2001) et la définition du SEBC des mesures temporaires (voir J. Kremer et al., « *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances* », document de travail de la BCE n° 579, janvier 2007).

La consommation privée devrait se raffermir fin 2013, soutenue par une baisse du taux d'épargne dans le contexte d'un recul du revenu réel disponible. Elle s'accélérait à partir du début de 2014 à la faveur d'un redressement du revenu réel disponible liée à une amélioration progressive de la situation sur les marchés du travail et à la faiblesse de l'inflation, malgré une légère hausse du taux d'épargne. La consommation publique devrait quant à elle augmenter de façon modérée sur l'horizon de projection.

Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient s'accélérer lentement sur l'horizon de projection, même si elles resteront freinées par l'atonie de la demande globale. Les exportations nettes ne devraient contribuer que faiblement à la croissance du PIB en volume sur l'horizon. L'excédent du compte courant augmenterait quant à lui sur l'horizon pour atteindre 2,6 % du PIB en 2015.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2013 du *Bulletin mensuel*, la projection concernant la croissance du PIB en volume est inchangée pour 2013 et revue en hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2014, reflétant largement un acquis de croissance plus élevé lié à une faible révision à la hausse des perspectives de croissance fin 2013.

PROJECTIONS EN MATIERE DE PRIX ET DE COÛTS

La hausse de l'IPCH global s'est élevée à 0,9 % en novembre 2013, contre 2,5 % en 2012. Ce ralentissement de l'inflation dans le courant de 2013 reflète, dans une large mesure, des contributions plus faibles des prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi qu'une certaine atonie de la dynamique des prix des services et des produits manufacturés hors énergie (cf. section 3).

À plus long terme, la hausse de l'IPCH devrait rester à des niveaux bas, s'accélérer quelque peu fin 2014 puis plus fortement en 2015, en ligne avec la reprise progressive de l'activité. Le taux d'inflation annuel devrait s'établir à 1,4 % en 2013, 1,1 % en 2014 et 1,3% in 2015.

Les perspectives modérées d'inflation traduisent l'incidence à la baisse des prix de l'énergie, découlant du recul des prix des contrats à terme sur le pétrole, de l'appréciation antérieure de l'euro et de l'atonie persistante de l'économie. De façon plus détaillée, la diminution des prix de l'énergie devrait se poursuivre en 2014 et en 2015, reflétant l'évolution attendue des cours du pétrole. La contribution de la composante énergie à la hausse de l'IPCH global devrait par conséquent être négligeable en 2014 et légèrement négative en 2015, ce qui est très en retrait des moyennes sur très longue période. La hausse des prix des produits alimentaires devrait se ralentir au cours des trois premiers trimestres de 2014, en raison d'effets de base baissiers et du recul anticipé des cours internationaux et européens des matières premières alimentaires, et reprendre légèrement en 2015 en liaison avec des prix des matières premières alimentaires à nouveau en hausse (cf. le graphique). La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer faiblement courant 2014 et atteindre un taux annuel de 1,4 % en 2015. L'incidence à la hausse des relèvements antérieurs de la fiscalité indirecte devant s'atténuer en 2014 et 2015, l'augmentation de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires et variations de la fiscalité indirecte devrait s'accélérer un peu plus nettement sur l'horizon de projection (cf. aussi l'encadré 5 de la section 3).

Les tensions sur les prix d'origine externe se sont apaisées au cours des trois premiers trimestres de 2013, sous l'effet d'une faible demande mondiale, de l'appréciation de l'euro en termes effectifs et de la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. Le déflateur des prix à l'importation se serait donc replié en glissement annuel sur cette période. Il poursuivra sa baisse au cours des prochains trimestres, pour les mêmes raisons, mais devrait repartir légèrement en hausse à compter de la mi-2014, l'incidence baissière de l'appréciation antérieure de l'euro s'estompant alors que les prix des matières premières hors énergie devraient s'inscrire en hausse et que la demande d'importations se raffermirait, ce qui favorisera une amélioration des marges bénéficiaires.

En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, le rythme de progression annuel de la rémunération par tête devrait rester stable, à 1,8 %, en 2013 et 2014, et passer à 2,1 % en 2015. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait décélérer de 1,8 % en 2012 à 1,4 % en 2013 et 0,9 % en 2014, en raison de l'accentuation conjoncturelle de la hausse de la productivité, reflétant la réaction décalée de l'emploi à la reprise de l'activité, conjuguée à un taux de progression globalement inchangé de la rémunération par tête. En 2015, une accélération légèrement plus prononcée de la croissance de la rémunération par tête que de celle de la productivité du travail devrait entraîner un faible rebond de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Après avoir fortement reculé en 2012, l'indicateur de marge bénéficiaire (calculé comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devrait se stabiliser en 2013, grâce à l'amélioration progressive, quoique modeste, de l'activité dans le courant de l'année. Par la suite, le raffermissement graduel de la situation économique devrait soutenir un léger redressement des marges bénéficiaires.

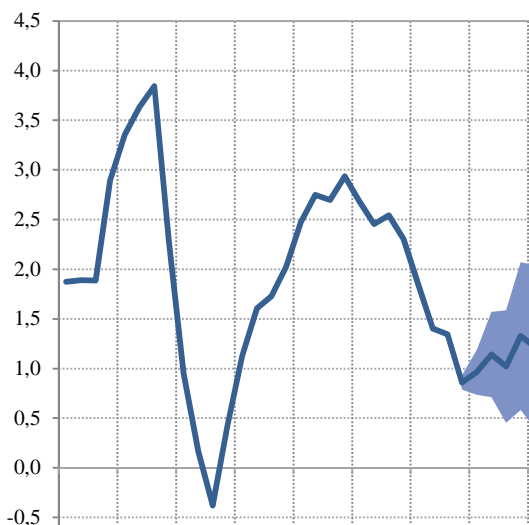
Les hausses des prix administrés et de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer notablement à la hausse de l'IPCH en 2013 et 2014. En 2015, cette contribution serait nettement moins forte selon le scénario de référence de cette projection. Cela s'explique cependant partiellement par un manque d'informations détaillées sur les mesures budgétaires qui seront prises au cours de cette année.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2013 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2013, en liaison avec les chiffres récents inférieurs aux attentes. La projection d'inflation pour 2014 a été révisée à la baisse de 0,2 point de pourcentage, reflétant également un recul des prix des matières premières.

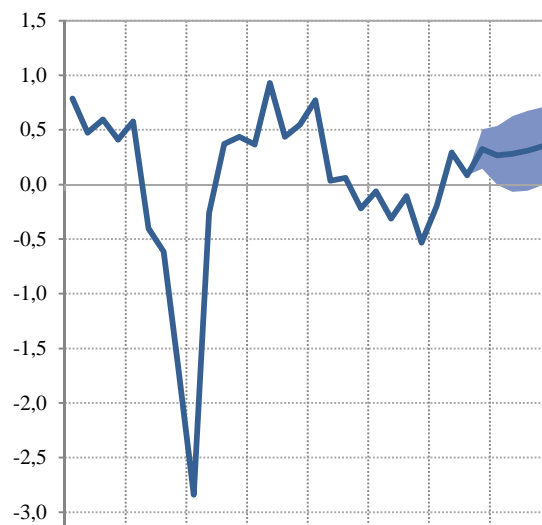
Projections macroéconomiques¹

(données trimestrielles)

IPCH de la zone euro
(variations annuelles en pourcentage)



PIB en volume de la zone euro²⁾
(variations trimestrielles en pourcentage)



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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1 ci-dessus, le déficit des administrations publiques devrait se contracter, dans la zone euro, de 3,7 % du PIB en 2012 à 3,2% en 2013 et reculer encore en 2014 et 2015, à respectivement 2,6 % et 2,4 %. Le repli du déficit projeté pour 2013 traduit les efforts d'assainissement réalisés dans de nombreux pays de la zone euro et une interruption partielle du soutien accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. En 2014 et 2015, la baisse projetée du déficit public résulterait d'une contribution positive de la composante conjoncturelle et de la poursuite de l'amélioration

de la composante structurelle. Le rythme de cette dernière ralentirait toutefois par rapport à 2013 et serait essentiellement liée à la croissance encore modérée des dépenses publiques. Par conséquent, le solde budgétaire structurel, c'est-à-dire corrigé du cycle et déduction faite de l'ensemble des mesures temporaires, devrait s'améliorer sensiblement en 2013 puis dans une moindre mesure sur le reste de l'horizon. Le ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro devrait atteindre un pic de 93,6 % en 2014 puis revenir à 93,1 % en 2015.

Encadré 2

ANALYSE DE SENSIBILITE BUDGETAIRE

Les analyses de sensibilité sont généralement effectuées pour quantifier les risques pesant sur le scénario de référence des projections découlant d'orientations alternatives de certaines hypothèses sous-jacentes. Cet encadré présente les résultats dans le cas où des mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire seraient adoptées pour atteindre les objectifs de finances publiques.

Comme mentionné dans l'encadré 1, les hypothèses relatives aux politiques budgétaires englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour la plupart des pays, les mesures incluses dans le scénario de référence des projections sont en retrait par rapport aux exigences d'assainissement budgétaire fixées au titre du volet correctif ou préventif du Pacte de stabilité et de croissance. L'engagement à respecter ces exigences se reflète globalement dans les objectifs budgétaires définis par les gouvernements dans les mises à jour 2013 de leurs programmes de stabilité, dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI et, dans une certaine mesure, dans les projets de budget national pour 2014 présentés récemment. Cependant, les mesures sous-jacentes devant permettre d'atteindre ces objectifs sont souvent, soit absentes, soit insuffisamment détaillées, et ne sont donc pas prises en compte dans le scénario de référence des projections, notamment pour l'année 2015, qui n'est pas couverte dans les exercices budgétaires actuels de la plupart des pays. Il est donc non seulement nécessaire mais aussi probable que des mesures supplémentaires d'assainissement des finances publiques, par rapport à celles figurant dans le scénario de base, soient prises par les gouvernements d'ici 2015. L'incidence de telles mesures additionnelles d'assainissement sur la croissance du PIB en volume et sur la hausse de l'IPCH peut être évaluée à travers une analyse de sensibilité budgétaire. La réalisation d'une telle analyse est importante, car elle permet d'évaluer les risques entourant le scénario de base.

Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

L'analyse de sensibilité budgétaire se fonde sur l'« écart budgétaire » entre les objectifs des gouvernements et le scénario de référence des projections budgétaires. Pour évaluer le probable assainissement budgétaire supplémentaire, il est tenu compte des conditions spécifiques aux différents pays et des informations concernant à la fois l'ampleur et la structure de cet assainissement. Les informations relatives aux différents pays visent en particulier à appréhender les incertitudes entourant les objectifs budgétaires, la probabilité de mesures d'assainissement supplémentaires et les effets de rétroaction macroéconomique associés.

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro est évalué à zéro, globalement, en 2013 et à environ 0,2 % du PIB en 2014, un chiffre supérieur étant attendu pour 2015 (quelque 0,6 % du PIB, ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 0,8 % du PIB d'ici la fin 2015). S'agissant de la composition de ces mesures budgétaires, l'analyse de sensibilité tente de prendre en compte les profils spécifiques des pays et en termes de calendrier des efforts supplémentaires d'assainissement les plus probables. Dans cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est jugé comme portant un peu plus sur les dépenses, mais il intègre également des hausses de la fiscalité directe et indirecte et des cotisations sociales.

Incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire

Les résultats de la simulation concernant l'incidence de l'analyse de sensibilité budgétaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro, effectuée sur la base du nouveau

modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model*¹), sont résumés dans le tableau ci-dessous.

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

Hypothèses (% du PIB)	2013	2014	2015
Objectifs budgétaires des pouvoirs publics ¹⁾	-3,1	-2,4	-1,6
Projections budgétaires de référence	-3,2	-2,6	-2,4
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,0	0,2	0,8
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage)³⁾			
Croissance du PIB en volume	0,0	-0,1	-0,3
Hausse de l'IPCH	0,0	0,0	0,2

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

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

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

L'incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire est limitée en 2013 et 2014. Pour 2015, l'effet sur la croissance du PIB en volume est estimé à environ -0,3 point de pourcentage, l'incidence sur la hausse de l'IPCH devant s'élever à quelque 0,2 point de pourcentage. L'analyse signale donc certains risques à la baisse sur le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume, en particulier en 2015, étant donné que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont incorporées dans le scénario de référence à ce stade. Parallèlement, des risques d'accélération pèsent sur l'inflation, dans la mesure où une partie de l'assainissement supplémentaire devrait provenir de hausses de la fiscalité indirecte.

Il convient de noter que cette analyse de sensibilité budgétaire porte exclusivement sur les effets potentiels à court terme d'un probable assainissement budgétaire additionnel. Alors que même les mesures d'assainissement conçues de manière appropriée ont souvent des répercussions négatives à court terme sur la croissance du PIB en volume, des effets positifs s'exercent à plus long terme sur l'activité qu'il n'est pas évident de distinguer sur l'horizon retenu pour cette analyse².

Enfin, les résultats de cette analyse ne doivent pas être interprétés comme une remise en cause de la nécessité de procéder, sur l'horizon de projection, à de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire. De tels efforts additionnels s'imposent en effet pour rétablir des finances publiques saines dans la zone euro. Si ces mesures n'étaient pas prises, la valorisation de la dette publique pourrait s'en trouver affectée. De plus, la confiance pourrait être influencée négativement, ce qui freinerait la reprise économique.

¹ Pour une description du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, voir K. Christoffel, G. Coenen et A. Warne, « *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis* », document de travail de la BCE n° 944, 2008.

² Pour une analyse plus détaillée des effets macroéconomiques de l'assainissement budgétaire, voir l'encadré intitulé « Le rôle des multiplicateurs dans le débat actuel sur l'assainissement budgétaire » du *Bulletin mensuel* de décembre 2012.

Encadré 3

PROJECTIONS 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-après).

Les prévisions des autres institutions actuellement disponibles indiquent une contraction du PIB en volume de la zone euro de 0,4 % en 2013, identique à celle qui ressort des projections de l'Eurosystème. La croissance du PIB en volume devrait s'accroître progressivement pour être comprise entre 0,9 % et 1,1 % en 2014 et entre 1,3 % et 1,7 % en 2015, soit des chiffres très proches des fourchettes de l'Eurosystème.

En ce qui concerne l'inflation, les prévisions des autres institutions tablent sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 1,4 % et 1,5 % en 2013, proche de la projection de l'Eurosystème. La progression moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les prévisions de ces institutions, entre 1,2 % et 1,5 % en 2014 et entre 1,2 % et 1,6 % en 2015.

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		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Projections des services de l'Eurosystème	Décembre 2013	-0,4	1,1	1,5	1,4	1,1	1,3
		[-0,5 – -0,3][0,4 – 1,8][0,4-2,6][1,4-1,4][0,6 – 1,6][0,5 – 2,1]					
Commission européenne	Novembre 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OCDE	Novembre 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Baromètre de la zone euro	Novembre 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Consensus économique	Novembre 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Novembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	Octobre 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2013 ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2013 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2013 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

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

© Banque centrale européenne, 2013

Adresse : Kaiserstrasse 29, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
 Adresse postale : Postfach 16 03 19, 60066 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
 Téléphone : +49 69 1344 0
 Télécopie : +49 69 1344 6000
 Site Internet : <http://www.ecb.europa.eu>

Tous droits réservés.

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