



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE SEPTEMBRE 2015 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE¹

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

La reprise de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme un peu plus faible que prévu, et cette évolution se traduit par de légères révisions à la baisse des perspectives de croissance. Cette reprise sera soutenue par la dynamique interne favorable, alors que l'environnement externe est devenu moins porteur. L'inflation resterait très faible en 2015 et devrait progresser sur l'horizon de projection, pour s'établir à 1,7 % en 2017. Selon les anticipations actuelles, la hausse du taux d'inflation annuel se matérialiserait un peu plus lentement que prévu en juin. Dès lors, la projection relative à la progression de l'IPCH a été également révisée à la baisse en raison, dans une large mesure, du repli des cours du pétrole.

Les projections sont fondées sur des hypothèses concernant les cours du pétrole et les taux de change pour lesquelles la date d'arrêt est le 12 août 2015. Les évolutions des prix du pétrole et du taux de change de l'euro depuis la date d'arrêt font apparaître des risques à la baisse pour les projections macroéconomiques des services de la BCE relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH.

La reprise économique devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme un peu plus faible que prévu. La dynamique interne se renforcerait progressivement, soutenue par la politique monétaire de la BCE, et notamment les mesures non conventionnelles. Au niveau mondial, les perspectives sont devenues moins favorables, reflétant les évolutions négatives observées dans certaines économies de marché émergentes. Toutefois, dans l'ensemble, les anticipations vont encore dans le sens d'un raffermissement de la croissance mondiale sur l'horizon de projection, tirée principalement par l'évolution favorable de l'activité dans les économies avancées.

La contribution des facteurs externes à l'activité économique dans la zone euro devrait être plus faible que celle prévue par les projections de juin 2015. Alors que la croissance attendue dans les économies avancées demeure globalement inchangée par rapport aux projections de juin 2015, les perspectives pour l'activité et les importations dans les principales économies de marché émergentes ont fait l'objet d'une révision à la baisse sensible. En conséquence, la demande étrangère adressée à la zone euro devrait se redresser à un rythme notablement plus faible que celui anticipé par les projections de juin 2015. Toutefois, la dépréciation antérieure de l'euro exercerait encore une incidence favorable sur la croissance des exportations de la zone euro.

Les effets favorables des mesures non conventionnelles de la BCE continuent de se transmettre à l'économie. Les taux des prêts bancaires ont encore baissé au deuxième trimestre de cette année et

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur son site Internet. La date d'arrêt pour les hypothèses techniques telles que les cours du pétrole et les taux de change est le 12 août 2015 (cf. encadré 2). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 21 août 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.

demeureraient à un niveau historiquement bas sur l'horizon de projection. La demande globale et, plus particulièrement, la formation de capital fixe ainsi que les exportations devraient bénéficier de l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

Au lendemain de la crise, le processus d'ajustement de l'économie se poursuit, soutenant la croissance. Après les nombreuses années d'assainissement budgétaire qui se sont succédé jusqu'en 2013, l'orientation budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle hors soutien accordé par les pouvoirs publics au secteur financier, devrait être légèrement expansionniste sur l'horizon de projection. Les conditions d'offre de crédit se sont encore améliorées, comme en témoigne le net assouplissement des critères d'octroi et des conditions de financement dont fait état la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. L'endettement des sociétés non financières (mesuré par le ratio dette/fonds propres) a continué de se contracter début 2015, revenant à ses niveaux d'avant la crise. Les ménages ont accompli de nouveaux progrès dans la réduction de leur endettement et leur patrimoine net a encore progressé au cours des derniers trimestres. Parallèlement, les prix de l'immobilier résidentiel semblent avoir atteint un point bas et ont entamé, en moyenne, une remontée dans la plupart des pays de la zone euro. En dernier lieu, le marché du travail a connu un retournement de tendance et soutient de plus en plus la croissance de la consommation privée.

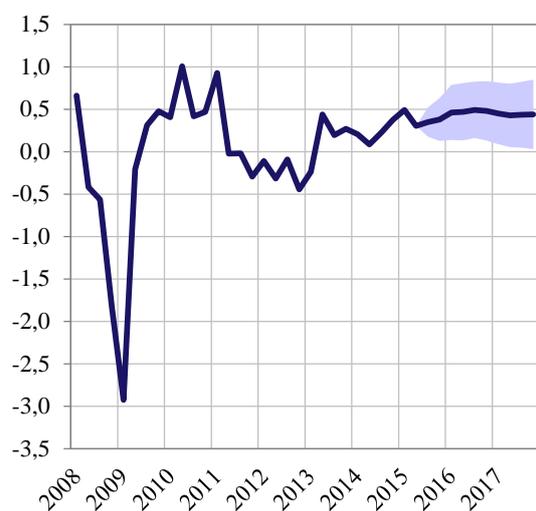
Toutefois, plusieurs facteurs continuent de peser sur les perspectives de croissance. L'endettement des secteurs public et privé demeure à des niveaux très élevés dans certains pays. Le chômage structurel reste également élevé, en particulier dans plusieurs pays en difficulté de la zone euro. Les préoccupations relatives au potentiel de croissance à long terme et à la lenteur des progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles continueront de freiner les dépenses d'investissement. Enfin, les événements récents survenus en Grèce impliquent une révision à la baisse significative des perspectives pour ce pays.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

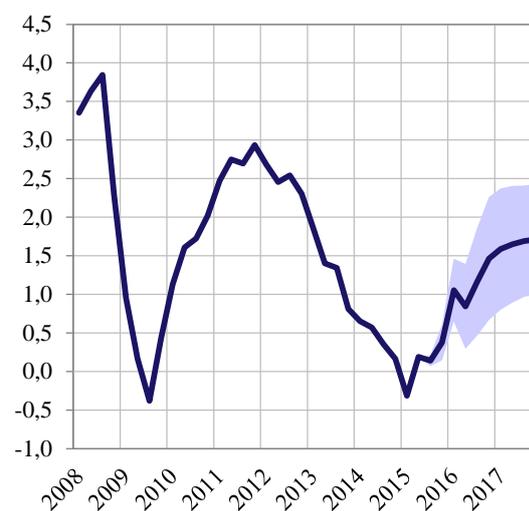
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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.

La hausse de l'IPCH s'est globalement stabilisée à de faibles taux positifs au cours des derniers mois. L'inflation globale a oscillé autour de 0,2 % au cours de la période allant jusqu'en août 2015, après être remontée par rapport au point bas de - 0,6 % atteint en janvier 2015. Largement inchangé ces derniers

mois, le taux d'inflation masque des évolutions divergentes de ses composantes. La baisse de l'IPCH énergie et produits alimentaires traduit le recul des prix du pétrole et des matières premières alimentaires qui, dans le cas du pétrole, a été atténué en partie par une forte augmentation des marges de raffinage. En revanche, la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a légèrement accéléré au cours des derniers mois, sous l'effet de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, tandis que l'augmentation des prix des services a été relativement stable.

Dans un futur proche, la hausse de l'IPCH devrait rester faible et s'accroître vers la fin 2015. Alors qu'elle devrait s'élever, en moyenne, à 0,1 % en 2015, elle s'accroîtrait à 1,1 % en 2016 et à 1,7 % en 2017. Des effets de base haussiers, conjugués à la remontée prévue des cours du pétrole en termes d'euros, engendreraient une atténuation de la contribution à la baisse de la composante énergie de l'IPCH à partir du quatrième trimestre 2015. Toutefois, les contributions positives de la composante énergie à la progression de l'IPCH global ne devraient se concrétiser qu'à partir du quatrième trimestre 2016. La hausse de l'IPCH hors énergie se renforcerait progressivement sur l'horizon de projection, traduisant une augmentation plus forte des salaires et des marges bénéficiaires. La réduction de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie et sur le marché du travail ainsi que l'accroissement des tensions sur le marché du travail, se reflétant dans le repli du taux de chômage à 10,1 % en 2017, devraient pousser l'inflation sous-jacente à la hausse au cours des prochaines années. En outre, l'amplification des tensions inflationnistes d'origine externe résultant de l'incidence prolongée de l'évolution des taux de change sur les prix à la consommation et les tensions exercées par la remontée prévue des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie contribueront au rebond de l'inflation sous-jacente.

2. L'ÉCONOMIE RÉELLE

La reprise de l'activité dans la zone euro se poursuivrait, bien qu'à un rythme un peu plus faible que prévu. Après avoir connu une forte accélération sous l'effet du recul des prix du pétrole fin 2014-début 2015, l'activité, au deuxième trimestre 2015, n'a pu maintenir entièrement la dynamique observée au début de cette année. La croissance du PIB en volume a fléchi à 0,3 % au deuxième trimestre, et son rythme d'expansion devrait atteindre un ordre de grandeur similaire au second semestre 2015. Alors que les perspectives moroses concernant les échanges commerciaux freinent la dynamique de la croissance dans la zone euro, la dépréciation antérieure du taux de change effectif de l'euro et le bas niveau des taux d'intérêt sont de nature à soutenir l'investissement des entreprises tandis que l'évolution favorable des marchés du travail et la décline des prix de l'énergie conforteront la consommation. Toutefois, compte tenu des perspectives de croissance moins favorables dans les économies de marché émergentes et de la contraction de la demande extérieure, la reprise conjoncturelle sera plus faible que prévu et l'écart de production négatif persistera encore quelque temps. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en volume devrait nettement se raffermir, passant de 0,9 % en 2014 à 1,4 % en 2015, 1,7 % en 2016 et 1,8 % en 2017.

Les dépenses de consommation privée devraient rester le facteur déterminant de la reprise. Les perspectives à court terme pour la croissance du revenu réel disponible restent favorables, grâce à l'incidence du nouveau recul des prix de l'énergie sur le revenu réel. 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. Le faible niveau des coûts de financement et l'assouplissement des conditions de financement, renforcés par les mesures non conventionnelles de la BCE, devraient soutenir la consommation privée et, jusqu'à un certain point, l'accroissement du patrimoine net des ménages, traduisant à la fois la hausse des prix des actifs financiers en 2015 et les nouvelles améliorations constatées 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 (après une hausse de 1 % en 2014).

Le taux d'épargne devrait afficher un profil en forme de cloche au cours des prochains trimestres, reflétant dans une certaine mesure le lissage de la consommation étant donné l'évolution atone des cours du pétrole observée récemment. Après la faible progression du taux d'épargne au cours de l'année 2015, sachant que la hausse du revenu liée à la baisse des cours du pétrole est en partie affectée à

l'épargne, une légère diminution du taux d'épargne est attendue courant 2016 lorsque cette incidence se sera dissipée. Abstraction faite de cette répercussion temporaire, le taux d'épargne demeurerait globalement inchangé sur le restant de l'horizon de projection, reflétant des effets compensatoires. D'une part, les revenus d'intérêts très bas 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. En outre, 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, les niveaux de chômage et d'endettement élevés maintiendraient une certaine pression à la hausse sur l'épargne. Par ailleurs, le très faible niveau des taux d'intérêt pourrait se traduire par la nécessité de constituer, dans certains pays, une épargne supplémentaire en vue de la retraite.

L'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se redresser, à partir d'un niveau faible toutefois. Après la récession sévère enregistrée durant huit ans et une baisse cumulée de plus de 25 %, l'investissement résidentiel devrait se stabiliser en 2015. À terme, il devrait connaître une dynamique plus forte sur l'horizon de projection, à la faveur de la croissance soutenue du revenu réel disponible, des taux hypothécaires très bas et de l'assouplissement des conditions de financement, renforcé par les mesures non conventionnelles de la BCE. Cela devrait engendrer 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 des mesures non conventionnelles de la BCE et de la reprise conjoncturelle. Les conditions sont propices à un redressement progressif. La tendance de la demande, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone, l'orientation très accommodante de la politique monétaire et une augmentation des marges bénéficiaires devraient soutenir les dépenses d'investissement. De surcroît, la pression globale résultant du désendettement des entreprises dans la zone euro devrait, sur l'horizon de la prévision, peser dans une moindre mesure que par le passé sur l'investissement des entreprises. 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 précédemment.

La demande étrangère adressée à la zone euro devrait se renforcer progressivement sur l'horizon de projection, mais son rythme d'expansion sera plus lent que prévu en raison d'une croissance des importations beaucoup moins soutenue dans les économies de marché émergentes. La dynamique de la demande étrangère adressée à la zone euro serait sensiblement moins forte que celle enregistrée avant la crise, reflétant à la fois le ralentissement de l'activité mondiale et une diminution de l'élasticité du commerce international par rapport à la croissance, laquelle est attribuable, pour une large part, à la révision à la baisse du contenu attendu en importations de la croissance dans les économies de marché émergentes (cf. encadré 1).

La croissance des exportations hors zone euro devrait néanmoins se redresser modérément sur l'horizon de projection, grâce également à la dépréciation antérieure du taux de change de l'euro. Les parts de marché à l'exportation hors zone euro devraient s'accroître. 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 augmenterait, passant de 2,1 % du PIB en 2014 à 3,0 % en 2015, sous l'effet de l'évolution des termes de l'échange, avant de revenir à 2,7 % en 2017.

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

Encadré 1

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La croissance mondiale reste aussi progressive qu'inégale. Elle a été modérée au premier trimestre de l'année et les derniers indicateurs et données suggèrent, également à court terme, une faible activité internationale. À plus long terme, la croissance mondiale devrait se renforcer. Le bas niveau des prix du pétrole, le maintien de conditions de financement accommodantes à l'échelle internationale, le ralentissement des processus d'assainissement budgétaire, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et le renforcement de la confiance devraient favoriser une accélération de la croissance dans les économies avancées. En revanche, les perspectives se sont nettement assombries dans les économies de marché émergentes alors que certains des risques à la baisse identifiés dans les projections antérieures se sont matérialisés. Des obstacles structurels ainsi que des déséquilibres macroéconomiques freinent la croissance dans certaines économies de marché émergentes tandis que d'autres subissent les effets défavorables de la baisse des cours des matières premières, de l'incertitude politique et du resserrement des conditions de financement externes. Après un lent redémarrage en début d'année, la progression du PIB mondial (hors zone euro) devrait s'accélérer et passer de 3,2 % en 2015 à 4 % d'ici 2017.

Les échanges internationaux ont nettement marqué le pas au premier semestre 2015 et ne devraient se ressaisir que graduellement sur l'horizon de projection. La forte chute des importations, dans certaines des grandes économies de marché émergentes, a pesé sur les importations mondiales même si les échanges relatifs aux économies avancées sont plus résilients. Étant donné les surprises baissières qui ont ponctué les quatre dernières années en termes d'échanges mondiaux et la persistance attendue de perspectives médiocres concernant les importations des économies de marché émergentes, la probabilité que les échanges mondiaux enregistrent un brusque rebond est désormais écartée. Les enquêtes et les modèles à court terme indiquent une reprise très modeste pour le restant de l'année. Par la suite, les importations mondiales devraient progresser au même rythme que le PIB mondial. Quant à la demande extérieure adressée à la zone euro, elle devrait s'amplifier de 1,5 % en 2015 à 4,1 % d'ici 2017.

Par comparaison avec les projections établies par les services de la BCE publiées en juin, l'activité économique mondiale a été révisée à la baisse sur la totalité de l'horizon de projection, reflétant la détérioration des perspectives pour les économies de marché émergentes. La demande extérieure adressée à la zone euro a également fait l'objet d'une révision à la baisse significative, ce qui traduit l'hypothèse selon laquelle la faiblesse de l'activité dans les économies de marché émergentes pèsera sur les importations avec plus de vigueur que prévu.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

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 de la situation sur le marché du travail dans la zone euro devrait se poursuivre sur la période de projection. Au premier semestre 2015, l'emploi a crû de 1,9 million de postes par rapport à son point bas de la mi-2013, tout en restant inférieur de 3,9 millions à son niveau maximum d'avant-crise. La hausse des effectifs employés devrait nettement se confirmer sur l'horizon de projection, principalement en raison de la reprise économique et, dans certains pays, à la faveur d'incitations fiscales, de la modération salariale et des réformes antérieures des marchés du travail. 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. 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. Le taux de chômage, qui a fléchi au deuxième trimestre 2015, ressortant à 11,1 %, devrait revenir à 10,1 % en 2017.

Encadré 2

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

Par rapport aux projections de juin, les variations des hypothèses techniques portent sur une baisse considérable des prix (exprimés en dollars) du pétrole et des matières premières hors énergie ainsi qu'une légère diminution 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 août 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 0,1 % 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 1,3 % en 2015, 1,6 % en 2016 et 1,8 % 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'arrêt du 12 août, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 98,9 dollars en 2014 à 55,3 dollars en 2015, puis atteindre 56,1 dollars en 2016 et 60,9 dollars en 2017. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient, quant à eux, diminuer sensiblement en 2015 et en 2016 avant d'augmenter légèrement en 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 août. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,10 tout au long de l'horizon de projection.

Hypothèses techniques

	Septembre 2015				Juin 2015			Révisions depuis juin 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Cours du pétrole (en dollars par baril)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Cours de change EUR/USD	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-19) (variation annuelle en pourcentage)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	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 troisième trimestre 2016 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse par rapport au précédent exercice de projection. Cette révision reflète essentiellement une trajectoire moins favorable de la demande extérieure - principalement liée à la diminution de la croissance enregistrée par les pays émergents - qui a conduit à un tassement des exportations et devrait provoquer, en 2016 et 2017, un recul de la croissance de l'investissement. Un autre facteur a été la récente crise en Grèce, qui a donné lieu à de substantielles révisions à la baisse des perspectives de croissance pour ce pays sur l'horizon de projection.

3. PRIX ET COÛTS

La hausse de l'IPCH devrait s'élever en moyenne à 0,1 % en 2015 et s'accroître à 1,1 % en 2016 et 1,7 % en 2017. Le taux de progression de l'IPCH devrait demeurer faible au cours des prochains mois avant d'augmenter vers le tournant de l'année, reflétant dans une large mesure les effets de base haussiers liés à la composante énergie ainsi que la remontée supposée des cours du pétrole. Cela devrait accroître sensiblement la contribution des prix de l'énergie à l'IPCH et susciter également l'émergence graduelle de certaines tensions à la hausse sur les prix dans l'IPCH hors énergie. Dans l'ensemble, l'accélération attendue de la progression de l'IPCH sur l'horizon de projection traduit une augmentation des prix intérieurs, compte tenu tant de la réduction de la sous-utilisation des capacités productives et du sous-emploi sur les marchés du travail que du resserrement progressif de l'écart de production et du renforcement des tensions externes sur les prix. Ce renforcement a pour origine, d'une part, les effets décalés de la dépréciation, enregistrée précédemment, du taux de change de l'euro sur les prix à la consommation et, d'autre part, les hausses prévues des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie.

Associés à la dépréciation antérieure du taux de change de l'euro, les effets de base haussiers liés aux prix de l'énergie devraient contribuer à une augmentation des taux annuels d'inflation à partir de la fin 2015. L'inversion des tensions baissières externes sur les prix joue un rôle clé dans le rebond escompté en ce qui concerne la progression de l'IPCH. Conjugués aux effets différés de l'appréciation de l'euro enregistrée par le passé, les précédents reculs des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie expliquent, dans une large mesure, les niveaux actuellement très faibles de l'inflation. La chute brutale que les cours du pétrole ont récemment encore subie accentuera la tension à la baisse exercée sur l'inflation, particulièrement à court terme. Ensuite, des effets de base haussiers ainsi que les augmentations anticipées des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie contribueront, de la même manière que les effets de la dépréciation antérieure de l'euro, à une hausse des prix à la consommation sur l'horizon de projection.

Il est prévu que les tensions sur les prix intérieurs s'accroissent sur l'horizon de projection sous l'effet de l'amélioration de la situation sur le marché du travail et de la réduction de la sous-utilisation des capacités productives. Parallèlement à la poursuite du redressement de l'économie et au renforcement de la demande, la baisse des taux de chômage et la capacité accrue des entreprises d'imposer leur prix devraient se traduire par une accélération de la croissance des salaires et des marges bénéficiaires.

Un certain nombre de facteurs devraient freiner le rebond de la croissance salariale pendant la reprise économique en cours. Ces facteurs incluent le bas niveau de l'inflation, la persistance du sous-emploi sur les marchés du travail au cours des deux prochaines années ainsi que l'effet modérateur probable que comportent, pour la croissance salariale durant la reprise actuelle, les réformes structurelles du marché du travail mises en œuvre pendant la crise dans le but d'améliorer sa flexibilité. Par ailleurs, les processus d'ajustement de la compétitivité-coût actuellement à l'œuvre dans quelques pays de la zone euro devraient continuer à jouer le rôle d'élément modérateur sur la croissance des salaires dans la zone euro.

La croissance salariale modérée et une augmentation conjoncturelle de la productivité auront une incidence sur la tendance de la croissance des coûts salariaux unitaires sur l'horizon de projection. La croissance des coûts salariaux unitaires devrait demeurer, en 2017, à un niveau similaire (1,1 %) à celui de 2014 (1,2 %). L'accélération conjoncturelle prévue de la productivité, qui survient plus tôt que celle des salaires, implique une diminution temporaire de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2015 et 2016.

La reprise économique qui est attendue offre les conditions d'un renforcement des marges bénéficiaires jusqu'en 2017. Sur l'horizon de projection, les marges bénéficiaires devraient s'accroître après la période de faiblesse prolongée des dernières années et tirer parti de l'accroissement de la capacité des entreprises à imposer leurs prix - compte tenu du renforcement de la demande - ainsi que de gains exceptionnels liés aux dernières chutes marquées des cours du pétrole. Cela étant, la concurrence accrue due aux réformes structurelles des marchés de produits, dont la mise en œuvre a eu lieu avant et après la crise, devrait avoir un effet modérateur sur les perspectives relatives aux marges bénéficiaires.

Par comparaison avec les projections de juin, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison de la diminution des prix du pétrole. L'inflation globale a fait l'objet d'une révision à la baisse pour 2015 et 2016, essentiellement à cause du ralentissement de la hausse de l'IPCH énergie au regard des effets baissiers du recul prévu des cours du pétrole en dollars. Ces effets ne sont que partiellement atténués par un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar un peu plus faible. S'agissant de l'année 2017, la révision à la baisse de la progression de l'IPCH traduit les perspectives légèrement plus faibles pour la croissance du PIB ainsi que certains effets indirects différés de la diminution des cours du pétrole sur l'inflation sous-jacente.

4. PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

L'orientation budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, devrait contribuer à la demande de façon légèrement positive sur l'horizon de projection. Si l'on suppose

que les mesures budgétaires discrétionnaires sont largement neutres, des facteurs non discrétionnaires contribueront modestement à l'assouplissement budgétaire, à savoir le léger recul de la part des principales assiettes fiscales macroéconomiques dans le PIB en 2015 (effet de composition du PIB) et la modeste diminution des recettes non fiscales en 2016².

Le déficit public et les ratios d'endettement devraient se contracter. La baisse du ratio de déficit public par rapport au PIB est entièrement imputable à l'amélioration conjoncturelle de l'économie de la zone euro et à la diminution des charges d'intérêt tandis que le solde budgétaire primaire structurel devrait légèrement se détériorer sur l'horizon de projection. Quant au ratio de dette publique, il devrait commencer à fléchir à partir de cette année.

Par rapport aux projections publiées en juin, les perspectives budgétaires se sont quelque peu dégradées. La faible révision à la baisse du solde des administrations publiques est due, d'une part, à la réduction des mesures d'assainissement et, d'autre part, à une évolution quelque peu moins favorable de certaines assiettes fiscales macroéconomiques. Plus prononcée, la révision à la hausse apportée au ratio de dette publique est provoquée par une révision à la baisse de la croissance du PIB nominal.

² Les hypothèses budgétaires prennent en compte les informations contenues dans les lois de finances et les budgets supplémentaires pour 2015 ainsi que les plans budgétaires nationaux à moyen terme et les mises à jour des programmes de stabilité qui étaient disponibles au 21 août 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.

Tableau 1 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

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

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 3
ANALYSES 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 établies pour la zone euro, étudier la sensibilité de ces dernières à d'autres trajectoires possibles 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, 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 que ce que laissent supposer les contrats à terme. Les hypothèses techniques concernant l'évolution des cours du pétrole qui sous-tendent les projections de référence, fondées sur les marchés à terme, prévoient une augmentation de ces cours sur l'horizon de projection (cf. encadré 2). D'autres modèles utilisés par les services de la BCE¹ pour projeter les cours du pétrole sur l'horizon semblent actuellement indiquer des prix plus élevés que prévu pour la période considérée dans les hypothèses techniques. Cette évolution serait cohérente avec un redressement plus marqué de la demande mondiale de pétrole à moyen terme et une certaine réduction de l'offre en raison de la baisse des investissements dans ce secteur et, par là même, une contraction des capacités d'exploitation pétrolière dans certains pays, en réponse à la récente chute des cours du pétrole. Cette trajectoire différente, selon laquelle les prix du pétrole seraient supérieurs de 8,1 % à ceux du scénario de base pour 2017, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume (- 0,1 point de pourcentage en 2017), tout en entraînant une progression quelque peu plus rapide de l'IPCH en 2016 et en 2017 (+ 0,1-0,2 point de pourcentage environ).

Contrairement au scénario technique susmentionné laissant prévoir des cours du pétrole plus élevés que dans le scénario de référence, ceux-ci ont enregistré une baisse depuis la date d'arrêt des informations prises en compte pour les hypothèses techniques, ce qui s'explique en partie par les turbulences financières survenues tout récemment dans certaines économies de marché émergentes. En actualisant les hypothèses relatives aux cours du pétrole sur la base des informations disponibles jusqu'au 1^{er} septembre 2015², on obtient sur l'horizon de projection une trajectoire présumée des prix du pétrole se situant en moyenne quelque 6 % en deçà de celle figurant dans les projections. Il en résulterait un léger risque à la hausse pour la projection relative à la croissance et un risque à la baisse pour la projection d'inflation.

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

Les tensions observées tout dernièrement sur les marchés de capitaux se sont traduites par un nouveau raffermissement du taux de change effectif de l'euro. Afin d'illustrer les risques qui en découlent pour la projection, la présente analyse de sensibilité inclut une trajectoire de l'euro différente par rapport au scénario de référence, prévoyant une nouvelle appréciation. Cette trajectoire a été tirée du 75^e percentile de la distribution fournie, le 12 août 2015, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Elle laisse entrevoir une appréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,21 en 2017, soit 10,6 % au-dessus 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 hausse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, ce taux s'établissant à 5,3 % au-dessus du scénario de référence en 2017. Dans ce scénario, les résultats de différents modèles macroéconomiques élaborés par les services de la BCE vont dans le sens d'une décélération de la croissance du PIB en volume (entre - 0,2 et - 0,4 point de pourcentage) et d'un recul de l'IPCH (de l'ordre de - 0,1 à - 0,5 point de pourcentage) en 2016 et en 2017.

1 Cf. la méthode reposant sur l'association de quatre modèles présentée dans l'article intitulé *Forecasting the price of oil* (Prévoir les cours du pétrole), Bulletin économique, numéro 4, BCE, 2015.

2 Cette actualisation se fonde sur l'évolution induite par les contrats à terme sur le pétrole pendant la période de deux semaines se terminant le 1^{er} septembre.

L'INCIDENCE DE LA MONTÉE DE L'INCERTITUDE AU NIVEAU MONDIAL SUR L'ACTIVITÉ DE LA ZONE EURO

Comme l'ont clairement démontré les tensions apparues tout récemment sur les marchés de capitaux, les perspectives mondiales restent exposées à un certain nombre d'incertitudes. En particulier, ainsi que l'ont montré les événements récents, les inquiétudes de plus en plus vives concernant les perspectives de croissance de la Chine et d'autres économies de marché émergentes peuvent conduire très rapidement à de brusques évolutions sur les marchés de capitaux, susceptibles d'avoir des répercussions négatives sur les perspectives de la zone euro. Cet encadré illustre, dans un autre scénario possible, l'incidence potentielle de certains chocs mondiaux sur les perspectives de croissance de la zone euro.

L'une des sources d'incertitude au niveau mondial concerne l'ampleur du ralentissement de la croissance chinoise. Si le scénario de base intègre déjà l'effet d'un ralentissement de la croissance chinoise, la poursuite de la correction des déséquilibres liés à l'accumulation de la dette en Chine pourrait entraîner un renforcement des tensions financières et un repli plus abrupt de l'activité économique. Une telle évolution pourrait compromettre sérieusement la capacité et la volonté des banques chinoises à fournir du crédit à l'économie, puisqu'elle impliquerait une détérioration rapide de la qualité de leurs actifs. Cette diminution plus forte que prévu de la distribution de crédit par les banques pourrait être déclenchée par une évolution défavorable du marché du logement (en raison du montant considérable des prêts bancaires octroyés à des promoteurs immobiliers fortement endettés). En outre, les cours des actions pourraient encore chuter dans le sillage d'une réévaluation des primes de risque des actions par les investisseurs nationaux. La détérioration de la qualité des actifs et la hausse des primes de risque exerceraient une pression à la hausse sur les rendements des obligations souveraines, dans la mesure où l'État serait contraint d'apporter un soutien massif au secteur bancaire. En conséquence, l'investissement et – dans une moindre mesure – la consommation progresseraient beaucoup plus lentement que prévu dans le scénario de référence actuel. Étant donné qu'un ralentissement de la croissance se traduirait par une augmentation substantielle du chômage, les autorités chinoises interviendraient sans doute activement en recourant à des mesures de relance monétaires et budgétaires ainsi qu'à une éventuelle nouvelle dépréciation du renminbi, afin d'empêcher une contraction encore plus forte de la croissance. Dans l'ensemble, selon ce scénario, la croissance en Chine serait inférieure de 1 point de pourcentage au niveau du scénario de référence en 2016 et en 2017.

Une deuxième source d'incertitude sur le plan mondial se rapporte à la trajectoire de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. Les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, qui comptent parmi les hypothèses techniques sous-tendant les projections, laissent actuellement présager une augmentation seulement très progressive des taux à court terme, qui atteindraient à peine 1,6 % à la fin de 2017. Toutefois, si les taux aux États-Unis suivaient la projection médiane de taux d'intérêt du Comité fédéral de l'*open market* (CFOM), ils progresseraient plus rapidement qu'anticipé par les marchés. En outre, en dépit de la normalisation attendue de la politique monétaire aux États-Unis, la prime d'échéance dans ce pays demeure à un niveau proche des planchers historiques. En cas de regain d'incertitude au niveau mondial, qui viendrait alimenter encore celle entourant la politique monétaire escomptée aux États-Unis, un brusque ajustement à la hausse de la prime d'échéance risquerait de se produire. Pour prendre en compte cette éventualité, ce scénario se fonde sur l'hypothèse d'un accroissement de 130 points de base de la prime d'échéance aux États-Unis, qui se traduirait par des taux à long terme plus élevés dans ce pays. D'autre part, la remontée des taux à long terme aux États-Unis exercerait également un effet d'entraînement à la hausse sur les taux à long terme dans d'autres grandes économies avancées.

La croissance dans d'autres économies de marché émergentes risque d'être pénalisée par ces chocs. La Russie traverse une profonde récession et la diminution des recettes pétrolières devrait se solder par une forte contraction des dépenses publiques. Au Brésil, les perspectives se sont considérablement détériorées sur fond de hausse de l'inflation. Un ralentissement plus marqué en Chine pourrait faire peser d'importants risques à la baisse sur les perspectives, en particulier pour les exportateurs de matières premières. Des données récentes indiquent un nouveau fléchissement des flux de capitaux à destination des économies de marché émergentes, rappelant l'évolution observée à la mi-2013 lors de l'épisode de

panique sur les marchés qui a suivi l'annonce par la Réserve fédérale américaine du retrait progressif de ses mesures d'assouplissement quantitatif. De tels renversements des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes sont le signe d'une recrudescence de l'incertitude au niveau mondial et d'une perte de confiance des investisseurs dans les perspectives de croissance de ces économies. Dans ce contexte, une nouvelle détérioration imprévue des perspectives de croissance de la Chine et/ou une hausse inattendue des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis pourraient amplifier les sorties de capitaux en provenance des économies de marché émergentes, conduire à un resserrement des conditions de financement et, partant, affaiblir la croissance dans ces pays. Dans ce scénario, l'incidence d'un regain d'incertitude macroéconomique à l'échelle mondiale sur l'activité des marchés émergents est mesurée par l'application d'un choc de deux écarts-types à la volatilité implicite des cours des options sur l'indice S&P 500 (VIX) exerçant un effet défavorable sur la demande intérieure dans ces économies.

La hausse de l'incertitude au niveau mondial pourrait toucher l'économie de la zone euro via les liens commerciaux et financiers existants. La montée de l'incertitude sur le plan mondial ferait baisser la demande aux États-Unis (en raison de la hausse des taux à long terme) ainsi que dans les autres grandes économies avancées et dans les économies de marché émergentes. Cela affecterait la croissance mondiale et celle de la zone euro par le canal des échanges commerciaux, du fait de la diminution de la demande extérieure adressée à la zone euro. De surcroît, cette évolution aurait des répercussions négatives sur les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro et dans le reste du monde et, par là même, provoquerait une hausse des coûts de financement pour les entreprises, les ménages et les États. En ce qui concerne le taux de change effectif de l'euro, l'augmentation des taux d'intérêt aux États-Unis pourrait entraîner une appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. D'autre part, la volatilité des marchés de capitaux dans les économies émergentes pourrait provoquer une appréciation de l'euro par rapport aux monnaies de ces pays.

L'accroissement de l'incertitude mondiale en lien avec les trois facteurs décrits ci-dessus devrait réduire la croissance dans la zone euro de 0,1 à 0,2 point de pourcentage par rapport au niveau du scénario de référence en 2016. La croissance plus faible du PIB en volume dans la zone euro s'explique en partie par la baisse de la demande extérieure adressée à cette dernière, reflétant le fléchissement de l'activité aux États-Unis et dans d'autres économies avancées ainsi qu'en Chine et dans d'autres marchés émergents. Par ailleurs, les répercussions financières négatives (revêtant la forme de taux d'intérêt à long terme plus élevés dans la zone euro) pèsent aussi sur les perspectives de croissance de la zone euro.

Si l'incidence de ces évolutions sur la zone euro apparaît modérée dans le scénario décrit ici, plusieurs réserves peuvent être émises au sujet de celui-ci. Ainsi, les canaux de confiance au niveau des entreprises ou des ménages ne sont pas pris en compte. En outre, les prix d'autres actifs, y compris sur les marchés d'actions, pourraient subir des retombées et des corrections à la baisse plus fortes que ce qu'indiquent les modèles de façon endogène. Qui plus est, les modèles utilisés sont linéaires, tandis que d'importants ajustements défavorables sur les marchés de capitaux peuvent donner lieu à une corrélation non linéaire entre les évolutions des différentes variables, entraînant potentiellement une incidence plus forte. Enfin, les simulations ne tiennent pas pleinement compte des effets de taux de change ni des influences négatives s'exerçant sur les prix des matières premières. Dans le même temps, les chocs défavorables pour l'économie de la zone euro pourraient être amortis si les pouvoirs publics des économies de marché émergentes prenaient des mesures compensatrices ou si le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis était différé au regard des retombées négatives résultant de la fragilité accrue des économies émergentes.

Encadré 5

PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de la BCE, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non

précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau ci-dessous). Comme le montre ce tableau, la plupart des prévisions actuellement disponibles des autres institutions ne diffèrent pas sensiblement des prévisions ponctuelles de septembre établies par les services de la BCE 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 la BCE	Septembre 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Commission européenne	Mai 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Baromètre de la zone euro	Août 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus économique	Août 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Août 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
FMI	Juillet 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (printemps 2015) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, juillet 2015 (PIB) et Perspectives de l'économie mondiale, avril 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 : 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.