



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE JUIN 2014 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTÈME¹

La reprise économique dans la zone euro devrait se renforcer progressivement sur l'horizon de projection, soutenue par la hausse de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la demande extérieure. La demande intérieure bénéficie de l'orientation accommodante de la politique monétaire, du retour à une position budgétaire globalement neutre, de l'amélioration des conditions de financement et d'un regain de confiance dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes. En outre, le revenu disponible réel est soutenu par l'accélération progressive de la hausse des salaires et la baisse des prix de l'énergie. Dans le même temps, l'incidence défavorable sur les perspectives économiques découlant du besoin de nouveaux ajustements des bilans et du niveau élevé du chômage, ne devrait s'atténuer que peu à peu sur l'horizon de projection. La demande extérieure devrait bénéficier d'une reprise graduelle de l'économie mondiale bien que, dans un premier temps, son incidence positive sur les exportations de la zone euro sera vraisemblablement compensée en partie par les effets de la hausse du taux de change de l'euro. Le PIB en volume devrait croître de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Ces taux de croissance sont supérieurs à ceux de la croissance potentielle estimée, contribuant ainsi à une réduction progressive de l'écart de production négatif, le taux de chômage diminuant légèrement.

L'inflation mesurée par l'IPCH devrait augmenter progressivement sur l'horizon de projection dans la zone euro mais demeurer faible. L'inflation globale devrait passer de 0,7 % au premier trimestre 2014 à 1,5 % au quatrième trimestre 2016 et s'établir en moyenne à 0,7 % en 2014, 1,1 % en 2015 et 1,4 % en 2016. L'augmentation escomptée de l'IPCH global reflète le renforcement progressif de la reprise économique qui entraîne une accélération de la hausse des salaires domestiques et des bénéfices. L'hypothèse d'une hausse des prix des matières premières hors énergie et des produits manufacturés importés implique également une incidence à la hausse sur l'inflation. Dans le même temps, l'accélération escomptée de l'inflation devrait être contenue par les baisses attendues des cours du pétrole, les effets retardés de la nette appréciation du taux de change de l'euro depuis mi-2012 et l'atonie persistante de l'économie. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer progressivement de 1,0 % en 2014 à 1,2 % en 2015, 1,5 % en 2016 et 1,7 % d'ici la fin 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du Bulletin mensuel, la projection de croissance du PIB en volume pour 2014 a été révisée à la baisse, revenant de 1,2 % à 1,0 %, ce qui traduit un premier trimestre plus faible que prévu. En revanche, la projection pour 2015 a été revue à la hausse, passant de 1,5 % à 1,7 %, dans un contexte de rebond plus fort du revenu disponible réel. L'inflation mesurée par l'IPCH a fait l'objet d'une révision à la baisse en 2014, de 1,0 % à 0,7 %, reflétant dans une large mesure les résultats plus faibles que prévu enregistrés ces derniers mois en matière d'IPCH. Pour 2015 et 2016, les projections de hausse de l'IPCH ont été revues à la baisse, respectivement de 1,3 % à 1,1 % et de 1,5 % à 1,4 %.

Cet article résume les projections macroéconomiques pour la zone euro pour la période 2014-2016. Des projections sur un horizon aussi long sont soumises à une incertitude très élevée². Il convient de garder à l'esprit ces éléments lorsque l'on interprète les projections macroéconomiques.

1 Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projections Exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur le site internet de la BCE. La date d'arrêt des informations présentées dans cet exercice était le 20 février 2014.

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

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir graduellement sur l'horizon de projection, passant de 3,6 % en 2014 à 4,0 % en 2015 et à 4,1 % en 2016. Les données disponibles indiquent un ralentissement de l'activité dans les économies avancées au premier trimestre 2014, lié en partie à des facteurs temporaires, tels que les grands froids enregistrés en Amérique du Nord. Néanmoins, au-delà de la volatilité à court terme, les études font état d'un rythme de croissance relativement soutenu. La croissance s'est tassée dans les pays émergents, en raison d'une faible demande intérieure, d'un reflux des entrées de capitaux dans ces économies et de marges de manœuvre plus limitées pour de nouvelles politiques nationales de soutien. Les marchés financiers se sont stabilisés dans les pays émergents depuis l'épisode de volatilité du début 2014 mais, dans de nombreux pays, les conditions financières se sont assez considérablement durcies depuis mi-2013, ce qui pèse sur l'activité. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se renforcer. Le ralentissement du processus de désendettement dans le secteur privé et de l'assainissement budgétaire ainsi que l'amélioration de la situation sur les marchés du travail devraient soutenir la demande intérieure dans les économies avancées. Et le renforcement de la demande dans les économies avancées devrait encourager un rebond dans le reste du monde. Dans certains pays émergents, la croissance devrait toutefois être freinée par des facteurs structurels, notamment les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et les contraintes de capacité. Dans les pays fortement dépendants des entrées de capitaux et d'une forte croissance du crédit, l'activité devrait être ralentie par le rééquilibrage de l'économie et l'ajustement au changement d'orientation de politique monétaire aux États-Unis.

Les échanges internationaux ont perdu quelque peu de leur dynamisme depuis la fin de l'année dernière. À plus longue échéance, la reprise de l'activité dans les économies avancées, notamment en matière d'investissements, constitués dans une large proportion de biens importés, devrait stimuler les échanges internationaux sur l'horizon de projection. Toutefois, le commerce mondial ne devrait pas se développer au même rythme que dans les années 1990 et 2000, au moment de l'intégration des grands pays émergents dans l'économie mondiale. Par conséquent, par rapport à l'exercice de projection précédent, la projection de référence suppose une élasticité à long terme du commerce mondial par rapport à l'activité mondiale inférieure à celle enregistrée avant la crise financière mondiale. La croissance des échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devrait être de 4,3 % en 2014, 5,7 % en 2015 et 5,9 % en 2016. La demande d'importations émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro augmentant moins rapidement que celle du reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus faible que celle du commerce mondial (cf. tableau 1).

Tableau 1 L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	2013	Juin 2014				Mars 2014			Révisions depuis mars 2014		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0	
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3	
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2	

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Note : Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la croissance du PIB mondial en volume pour 2014 a été révisée à la baisse, de 3,9 % à 3,6 %. Les perspectives concernant la demande extérieure de la zone euro ont été revues à la baisse 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 mai 2014. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,3 % en 2014, 0,3 % en 2015 et 0,4 % en 2016. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 2,4 % en 2014, 2,6 % en 2015 et 3,0 % en 2016¹. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient demeurer globalement stables en 2014 et 2015 et se tendre progressivement par la suite.

S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devrait revenir de 108,8 dollars en 2013 à 98,2 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux afficher une légère progression en 2014, avant d'augmenter un peu plus rapidement en 2015 et 2016².

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 mai 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,38 entre 2014 et 2016, soit 4,2 % de plus qu'en 2013. Sur l'horizon de projection, le taux de change effectif de l'euro devrait s'apprécier de 2,7 % par rapport à 2013.

Hypothèses techniques

	2013	Juin 2014			Mars 2014			Révisions depuis mars 2014 ¹⁾		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendements des emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Cours du pétrole (en dollars par baril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Cours de change EUR/USD de l'euro (TCE-20) (variations annuelles en pourcentage)	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

Note : Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires reflètent les lois budgétaires approuvées des pays de la zone euro, leurs programmes budgétaires à moyen terme et les mesures clairement définies issues des mises à jour des programmes de stabilité disponibles au 21 mai 2014. Cela englobe 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. Dans l'ensemble, ces hypothèses suggèrent, en moyenne, des efforts d'assainissement budgétaire limités sur l'horizon de projection, sur la base des programmes budgétaires pour 2014, alors que d'informations sont disponibles

pour 2015 et 2016. L'assainissement budgétaire attendu sur la période de projection est nettement plus faible que celui observé ces dernières années.

Par rapport à l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, les principales variations des hypothèses techniques comprennent un plus faible niveau des taux d'intérêt à court et à long terme dans la zone euro. Les cours du pétrole exprimés en dollars sont légèrement plus élevés qu'en mars et le cours de change de l'euro est un peu plus fort.

- 1 L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.
- 2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2015 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale. Les prix à la production dans l'UE, exprimés en euros, qui sont 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 de la zone euro a augmenté de 0,2 % au premier trimestre 2014, enregistrant sa quatrième hausse trimestrielle consécutive. Les données d'enquête indiquent une stabilisation du degré de confiance des entreprises dans les différents secteurs et pays ces derniers mois, à des niveaux proches, voire supérieurs, aux moyennes à long terme, suggérant une nouvelle hausse de l'activité économique au deuxième trimestre 2014. La dynamique de fond de la croissance devrait se renforcer, notamment dans certaines économies en difficulté. La reprise escomptée de l'activité devrait être soutenue principalement par un renforcement de la demande intérieure, sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire, un retour à une politique budgétaire globalement neutre suite à des années de rigueur en la matière, un retour à des conditions neutres d'offre de crédits et une amélioration de la confiance des entreprises et des ménages dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes. La consommation privée, en particulier, devrait bénéficier de l'incidence favorable de l'accélération de la hausse des salaires et du recul des prix de l'énergie sur le revenu disponible réel. L'activité devrait par ailleurs être de plus en plus soutenue par le raffermissement progressif de la demande extérieure même si, initialement, la croissance des exportations devrait être freinée par l'appréciation du taux de change effectif de l'euro. Dans le même temps, l'effet négatif sur les perspectives de la demande intérieure, découlant du besoin de nouveaux ajustements des bilans des secteurs privé et public et, en particulier, du niveau élevé du chômage dans certains pays, ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection, alors que des contraintes pesant sur l'offre de travail pourraient apparaître dans d'autres pays. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Ce profil d'expansion traduit l'augmentation régulière de la contribution de la demande intérieure conjuguée à une faible contribution positive des exportations nettes. Comme la croissance effective devrait être supérieure à son taux potentiel estimé, l'écart de production devrait se réduire mais demeurer négatif à la fin de l'horizon de projection.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, les exportations hors zone euro devraient croître en 2014 et 2015, à la faveur du raffermissement progressif de la demande extérieure de la zone euro et de la dissipation de l'incidence négative de la récente appréciation de l'euro. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient légèrement diminuer sur l'horizon de projection, une certaine hétérogénéité prévalant toutefois à cet égard entre les pays de la zone euro, reflétant différentes évolutions de la compétitivité. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter plus lentement que les exportations hors zone euro en raison de la faiblesse relative persistante de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait amorcer un redressement graduel au cours de la période de projection, soutenu par le renforcement de la demande intérieure et extérieure dans un contexte d'accumulation des besoins d'investissements de remplacement, le très bas niveau des taux d'intérêt,

l'amélioration des bénéfices, le recul des incertitudes et l'atténuation des effets défavorables sur l'offre de crédit. Toutefois, l'incidence négative cumulée exercée par la baisse de la croissance tendancielle et la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des entreprises dans certains pays de la zone euro devrait freiner la reprise de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection.

L'investissement résidentiel devrait remonter peu à peu alors que l'activité reprend dans un contexte caractérisé par un bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires. Toutefois, au cours des prochains trimestres, le besoin d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans certains pays et la faible progression du revenu disponible réel continueront de peser sur les perspectives. L'investissement public devrait pour sa part rester faible sur l'ensemble de l'horizon de projection, sous l'effet des mesures programmées d'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone euro qui neutralisent le profil d'investissement public plus expansionniste d'autres pays.

L'emploi en termes de personnes occupées s'est stabilisé au second semestre 2013 et devrait progresser légèrement par la suite. La faible reprise de l'emploi résulte du lent rebond de l'activité, de la réaction décalée de l'emploi à la croissance de la production et des nouvelles diminutions des effectifs du secteur public dans certains pays. Ces facteurs devraient contrebalancer l'incidence positive des réformes du marché du travail qui ont, pour leur part, accru la flexibilité et soutenu la création d'emplois dans le secteur privé, notamment dans certains pays en difficulté. La population active devrait s'accroître faiblement sur l'horizon de projection en raison de l'immigration et de la participation accrue de certains segments de la population dans un contexte d'amélioration de la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage a légèrement baissé ces derniers mois et devrait continuer à reculer sur l'horizon de projection tout en restant supérieur aux niveaux enregistrés avant la crise. La productivité du travail (mesurée en termes de production par personne employée) devrait s'améliorer, traduisant la reprise attendue de la croissance du PIB en volume et la réaction décalée de l'emploi aux évolutions de l'activité.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2014				Mars 2014			Révisions depuis mars 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB en volume ³⁾	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾	[0,8 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 2,9] ⁴⁾			
Consommation privée	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
FBCF	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Exportations ⁵⁾	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importations ⁵⁾	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Emploi	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Taux de chômage (% de la population active)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IPCH	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾	[0,7 - 1,3] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,7 - 2,3] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IPCH hors énergie et prod. alim	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Rémunération par tête	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productivité du travail	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Solde du compte courant (% du PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

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

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

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

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

5) Y compris les échanges intra-zone euro.

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

7) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements. Le calcul respecte l'approche du SEBC concernant les soldes budgétaires corrigés du cycle (voir Bouthevillain (C.) et al., *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, document de travail de la BCE n° 77, septembre 2001) et la définition du SEBC des mesures temporaires (voir Kremer (J.) et al., *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, document de travail de la BCE n° 579, janvier 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 une réflexion à ce sujet, notamment en ce qui concerne la méthodologie de la Commission européenne, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de mars 2012.

La consommation privée devrait s'accélérer courant 2014 et continuer de croître en 2015 et 2016, suivant de près la croissance du revenu réel disponible, le taux d'épargne restant stable. La croissance du revenu réel disponible devrait être soutenue par une augmentation des revenus du travail, reflétant la progression de l'emploi et l'accélération de la hausse des salaires ainsi qu'une incidence moins néfaste de l'assainissement budgétaire et la faiblesse de l'inflation. 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 croître légèrement sur l'horizon de projection, tout en restant limitées par la croissance atone de la demande globale de la zone euro. Les exportations nettes ne devraient contribuer que faiblement à la croissance du PIB en volume sur l'horizon. L'excédent du compte courant devrait quant à lui augmenter légèrement pour atteindre 2,8 % du PIB en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2014, de 1,2 % à 1,0 %, reflétant le résultat plus faible que prévu au premier trimestre. La projection concernant la croissance du PIB en volume a été revue à la hausse pour 2015, passant de 1,5 % à 1,7 %, sous l'effet d'hypothèses de taux d'intérêt en baisse et d'un recul des prix des matières premières soutenant les revenus réels. La projection pour 2016 est globalement inchangée.

PROJECTIONS EN MATIERE DE PRIX ET DE COUTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,5 % en mai 2014. Le niveau actuellement modéré de l'inflation traduit la stagnation des prix de l'énergie, des produits alimentaires et des produits manufacturés hors énergie ainsi que l'atonie de la dynamique des prix des services.

La hausse de l'IPCH global devrait rester à des niveaux bas jusqu'au troisième trimestre 2014. Elle s'accélérait ensuite progressivement pour atteindre 1,5 % à la fin de l'horizon de projection. Cette accélération graduelle prévue de la hausse de l'IPCH global reflète le raffermissement progressif de la reprise économique et ses implications en termes de resserrement de l'écart de production négatif et de redressement de la croissance des salaires et des bénéfices. L'hypothèse de l'augmentation des prix des matières premières hors énergie et des produits manufacturés importés implique également une incidence à la hausse sur l'inflation. Néanmoins, la progression prévue de l'inflation devrait être modeste, contenue en particulier par la baisse attendue des prix du pétrole sur la base des cours des contrats à terme, par l'effet décalé de l'appréciation significative du taux de change de l'euro depuis la mi-2012 et par le fait que, en dépit du resserrement de l'écart de production, la sous-utilisation des capacités de production devrait perdurer au sein de l'économie jusqu'en 2016.

De façon plus détaillée, le déclin des prix de l'énergie devrait s'amenuiser après la forte baisse enregistrée début 2014, mais se poursuivre sur la majeure partie de l'horizon de projection, en phase avec la trajectoire baissière des prix des contrats à terme sur le pétrole. La contribution légèrement négative des prix de l'énergie à la hausse de l'IPCH sur l'horizon de projection est à mettre en perspective avec la contribution moyenne à hauteur de 0,5 point de pourcentage environ observée sur la période 1999-2013 et explique, dans une large mesure, les perspectives modérées d'inflation.

La hausse des prix des produits alimentaires devrait continuer à se modérer jusqu'au troisième trimestre 2014, en raison de la répercussion différée des baisses antérieures des cours des matières premières alimentaires et d'effets de base baissiers. Compte tenu de l'hypothèse d'une progression des prix agricoles à la production dans l'UE et de la reprise graduelle de l'économie, la hausse des prix des produits alimentaires s'accélérait de manière continue sur l'horizon de projection, pour se situer, en moyenne, à 1,9 % en 2016. La contribution des prix des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH global s'établit, en moyenne, à 0,3 point de pourcentage sur l'horizon de projection, contre environ 0,5 point de pourcentage depuis 1999.

La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait avoir atteint un point bas au cours du quatrième trimestre 2013 et des premiers mois de 2014. Elle se raffermirait sur l'horizon de projection en liaison avec l'accélération de la reprise économique, engendrant une augmentation des taux de croissance des salaires et des bénéfices, et s'inscrirait à 1,7 % au dernier trimestre 2016. La contribution de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie à la progression de l'IPCH global sur l'horizon de projection devrait se situer, en moyenne, à 0,9 point de pourcentage, ce qui est légèrement en retrait par rapport à la contribution moyenne enregistrée depuis 1999.

Les hausses de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer légèrement à la hausse de l'IPCH en 2014, à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ. L'ampleur de cette contribution est un peu plus faible que celle qui a été relevée en 2013. En 2015 et 2016, ces contributions seraient négligeables, faute d'informations sur les mesures budgétaires qui ont été approuvées pour ces années.

Les tensions sur les prix d'origine externe se sont atténuées sensiblement courant 2013, reflétant l'incidence de la faible croissance de l'économie mondiale sur les prix mondiaux, de l'appréciation de l'euro et de la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. À plus long terme, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection et redevenir positif début 2015. Il se situerait, en moyenne, à 1,2 % en 2016, soit un taux proche du rythme de progression moyen à long terme. Le rebond du déflateur des prix à l'importation traduit le raffermissement attendu de la croissance mondiale et donc une progression des prix mondiaux des produits manufacturés, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et la dissipation des effets de l'appréciation antérieure de l'euro.

En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail de la zone euro devrait engendrer une accélération de la rémunération par tête. Toutefois, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre serait freinée au cours des deux premières années de l'horizon de projection par une croissance de la productivité plus forte que la progression des salaires nominaux, reflétant la reprise cyclique de la productivité. En 2016, un renforcement continu de la hausse des salaires, conjugué à un fléchissement de la croissance de la productivité, devrait contribuer à un raffermissement de la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre.

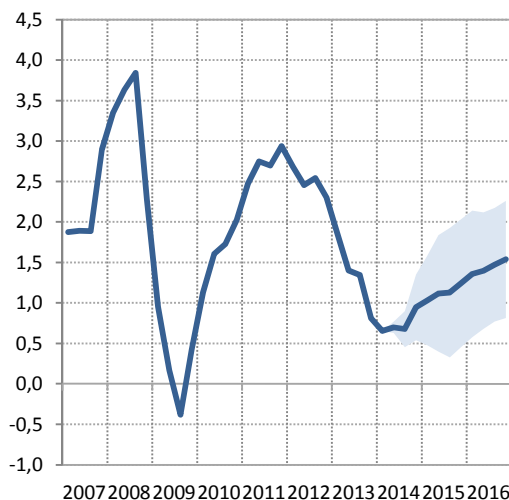
Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient s'accroître sur l'horizon de projection, à la faveur de la reprise conjoncturelle de l'activité économique.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

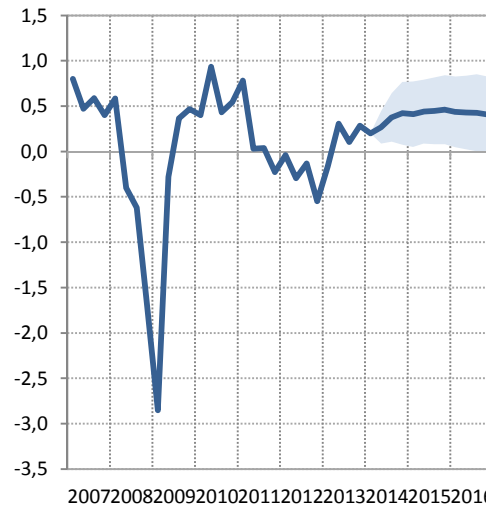
IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global pour 2014 a été revue en baisse, de 1,0 % à 0,7 %, traduisant, pour une large part, les résultats inférieurs aux prévisions enregistrés au cours des derniers mois. Les projections relatives à la progression de l'IPCH en 2015 et 2016 ont été révisées à la baisse, respectivement de 1,3 % à 1,1 % et de 1,5 % à 1,4 %, reflétant essentiellement la décélération de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1, le ratio de déficit des administrations publiques se contracterait, dans la zone euro, revenant de 3,0 % du PIB en 2013 à 2,5 % en 2014 et baisserait encore en 2016, à 1,9 %. Cette réduction est liée principalement à l'amélioration de la situation conjoncturelle. En outre, le solde primaire corrigé du cycle devrait se redresser, à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris dans certains pays de la zone euro et du soutien, négligeable, accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. Le solde budgétaire structurel s'améliorerait légèrement sur l'ensemble de l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plus lent qu'au cours des dernières années. Cette amélioration résulte principalement de la poursuite anticipée d'une croissance modérée des dépenses publiques. Le ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro atteindrait un pic de 93,4 % en 2014 puis reviendrait à 91,1 % en 2016.

Les encadrés suivants présentent un certain nombre d'analyses de sensibilité (encadré 2), des commentaires concernant l'exposition de la zone euro à la crise en Ukraine (encadré 3) et une comparaison avec d'autres prévisions disponibles (encadré 4).

Encadré 2

ANALYSES DE SENSIBILITÉ

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de certaines variables clés. Certaines variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, la sensibilité de ces dernières à des trajectoires alternatives de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques entourant les projections. Le présent encadré étudie l'incertitude concernant trois hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces hypothèses¹.

1) UNE ÉVOLUTION DIFFÉRENTE DES COURS DU PÉTROLE

Les hypothèses relatives aux cours du pétrole retenues pour les projections actuelles de l'Eurosystème s'appuient sur les anticipations des marchés, mesurées par les cours des contrats à terme, qui font apparaître une baisse des cours du pétrole sur l'horizon de projection (cf. encadré 1). Toutefois, l'incertitude demeure au sujet de ce profil d'évolution, tant concernant la demande que l'offre.

La baisse attendue des cours du pétrole peut refléter la perception du marché d'une reprise partielle à venir de la production de pétrole dans plusieurs pays de l'OPEC, qui a été réduite récemment en raison de l'instabilité politique ou des tensions géopolitiques, et/ou d'une compensation de cette baisse par la hausse de la production de pétrole de schiste aux États-Unis. Cependant, dans le cas où des événements géopolitiques inattendus surviendraient à court terme dans d'importants pays producteurs de pétrole ou si la reprise mondiale était plus forte à moyen terme, une hausse des cours du pétrole pourrait avoir lieu.

Globalement, dans le contexte de la reprise mondiale, un niveau des cours du pétrole plus élevé que celui prévu dans le scénario de référence paraît plausible. Dès lors, un ajustement à la hausse plus marqué des contrats à terme est pris en compte dans la présente analyse de sensibilité². L'évolution alternative repose

sur l'hypothèse de niveaux des cours du pétrole supérieurs de 1 %, 7 % et 13 % aux cours des contrats à terme en 2014, 2015 et 2016. Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème, le niveau plus élevé des cours du pétrole se traduirait par une progression de l'IPCH supérieure de 0,2 point de pourcentage au scénario de référence de la projection pour les années 2015 et 2016. Parallèlement, des cours du pétrole plus élevés freineraient la croissance du PIB en volume, qui serait inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2015 et 2016.

2) UN BAISSÉ DE LA DEMANDE EXTÉRIEURE

Le lien entre le commerce international et la croissance du PIB mondial semble avoir évolué ces dernières années. Avant la crise financière, les importations mondiales augmentaient généralement bien plus rapidement que l'activité (l'élasticité historique des échanges commerciaux par rapport à la progression de l'activité entre 1982 et 2007 était de 1,8). Depuis 2011, toutefois, le PIB mondial et les importations ont crû à des rythmes similaires (l'élasticité s'établissant en moyenne à 1,1 entre 2011 et 2013). Dans la prolongation de cette période de relative atonie des échanges, le commerce mondial s'est quelque peu ralenti début 2014.

Le scénario de référence des projections repose sur une reprise progressive des échanges internationaux sur l'horizon de projection, bien qu'avec une élasticité à long terme par rapport à l'activité légèrement plus faible qu'avant la crise financière. La présente analyse de sensibilité examine les implications d'une évolution plus faible des importations mondiales et de la demande extérieure de la zone euro. L'hypothèse est faite que l'élasticité des échanges internationaux reste à un niveau similaire à celui observé dans un passé récent, soit à 1,1. Cela induit un ralentissement de la progression de la demande extérieure de la zone euro de 0,3 point de pourcentage en 2014 et de 1,4 point en 2015 et 2016.

3) MESURES SUPPLÉMENTAIRES D'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE

Comme il est précisé dans l'encadré 1, les hypothèses relatives aux politiques budgétaires englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements 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 programmes de stabilité pour 2014 et dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI. Toutefois, les mesures sous-jacentes devant permettre d'atteindre ces objectifs sont souvent soit absentes, soit insuffisamment détaillées, et ne sont donc pas prises en compte dans le scénario de référence des projections, notamment pour la période 2015-2016, qui n'est pas couverte dans le cadre des exercices budgétaires actuels de la plupart des pays. Il est donc non seulement nécessaire mais aussi probable que des mesures supplémentaires d'assainissement des finances publiques, par rapport à celles intégrées dans le scénario de référence, soient prises par la plupart des gouvernements d'ici 2016.

Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

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

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro est évalué à environ 0,1 % du PIB en 2014, alors que d'autres mesures additionnelles sont considérées comme probables en 2015 (environ 0,4 % du PIB) et qu'elles seraient un peu moins nombreuses en 2016 (environ

0,2 % du PIB), ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 0,7 % du PIB d'ici la fin 2016. S'agissant de la composition de ces mesures budgétaires, l'analyse de sensibilité tente de prendre en compte les profils spécifiques aux pays et aux calendriers des efforts supplémentaires d'assainissement les plus probables. Dans le cadre de cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est considéré comme portant davantage sur les dépenses, mais il intègre également des hausses de la fiscalité directe et indirecte et des cotisations sociales.

Incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire

Les résultats de la simulation concernant l'incidence de l'analyse de sensibilité budgétaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro, effectuée sur la base du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area- Wide Model*³), sont résumés dans le tableau ci-dessous.

L'incidence de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume est limitée en 2014, mais devrait s'élever à environ -0,3 point de pourcentage en 2015 et -0,2 point de pourcentage en 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait se situer à quelque 0,1 point de pourcentage en 2015.

L'analyse actuelle 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 et 2016, étant donné que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas incorporées dans le scénario de référence à ce stade. Parallèlement, de faibles risques d'accélération pèsent aussi 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 analyse⁴. Dès lors, 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 souveraine pourrait s'en trouver affectée. De plus, la confiance pourrait être influencée négativement, ce qui freinerait la reprise économique.

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

(en pourcentage du PIB)

	2014	2015	2016
Objectifs budgétaires des pouvoirs publics ¹⁾	-2,5	-1,8	-1,2
Projections budgétaires de référence	-2,5	-2,3	-1,9
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,1	0,5	0,7
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB en volume	-0,1	-0,3	-0,2
Hausse de l'IPCH	0,0	0,1	0,0

- 1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; mises à jour 2014 des programmes de stabilité pour les autres pays.
- 2) Analyse de sensibilité basée sur les évaluations des services de l'Eurosystème.
- 3) Écarts par rapport au scénario de référence en points de pourcentage pour la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH (tous deux sur une base annuelle). La simulation de l'incidence macroéconomique est effectuée à l'aide du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model*).

- 1 Toutes les simulations ont été effectuées en posant comme hypothèse que l'orientation de la politique demeure inchangée et que les autres variables concernant les hypothèses techniques et l'environnement international de la zone euro ne sont pas modifiées.
- 2 Pour une description détaillée du modèle utilisé pour calculer cet ajustement à la hausse, voir Pagano (P.) et Pisani (M.), *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, art. 24, 2009.
- 3 Pour une description du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, voir Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, document de travail de la BCE n° 944, octobre 2008.
- 4 Pour une analyse plus détaillée des effets macroéconomiques de l'assainissement budgétaire, voir l'article intitulé *Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire*, *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2014.

Encadré 3

L'EXPOSITION DE LA ZONE EURO À LA CRISE EN UKRAINE

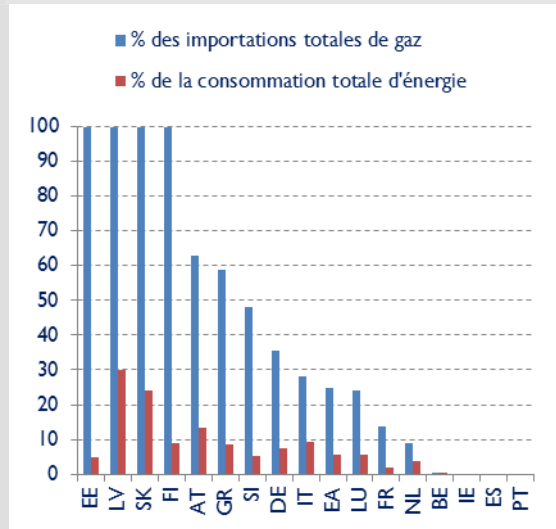
Les inquiétudes relatives à une possible escalade des tensions entre l'Ukraine et la Russie se sont aggravées récemment. Cet encadré examine l'exposition de la zone euro à la Russie et à l'Ukraine et décrit les principaux canaux par lesquels elle pourrait être affectée si la crise montait encore d'un cran avec la prise de sanctions supplémentaires à l'encontre de la Russie.

La crise a déjà eu des retombées négatives notables sur les économies ukrainienne et russe mais, à ce stade, l'incidence sur l'économie de la zone euro a été limitée. Si les données « solides » relatives à la zone euro semblent très peu touchées, des informations ponctuelles semblent indiquer une hausse des incertitudes liées à la crise. Les cours des actions et des matières premières sont toutefois demeurés relativement stables jusqu'ici.

Les principaux canaux potentiels de répercussions négatives pour la zone euro sont les liens commerciaux et financiers avec la Russie, plutôt qu'avec l'Ukraine. La zone euro importe des quantités considérables de produits énergétiques de Russie, soit environ 25 % de ses importations de gaz et près de 30 % de ses importations de pétrole (cf. graphiques A et B). Les importations de gaz de certains pays de la zone euro proviennent presque exclusivement de Russie. Mais la Russie, et dans une moindre mesure l'Ukraine, reçoivent aussi des exportations de la zone euro. La Russie représente quelque 5 % des exportations de biens en dehors de la zone euro, contre environ 1 % pour l'Ukraine (cf. graphique C). Du point de vue financier, les créances des banques de la zone euro sur la Russie représentent autour de 1 % du PIB de la

zone (cf. graphique D). Cela étant, les liens commerciaux et financiers sont très hétérogènes au sein de la zone euro.

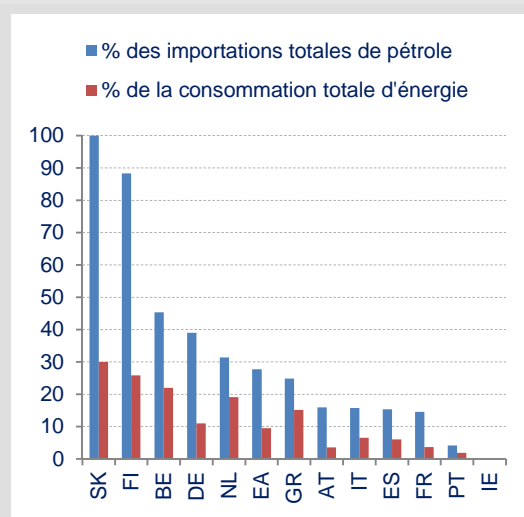
Graphique A Importations de gaz de Russie (en 2011)



Source : Eurostat.

Notes : Les données ne sont pas disponibles pour Chypre et Malte. Les pays sont classés selon la part en pourcentage des importations de gaz de Russie dans leurs importations totales de gaz.

Graphique B Importations de pétrole de Russie (en 2011)

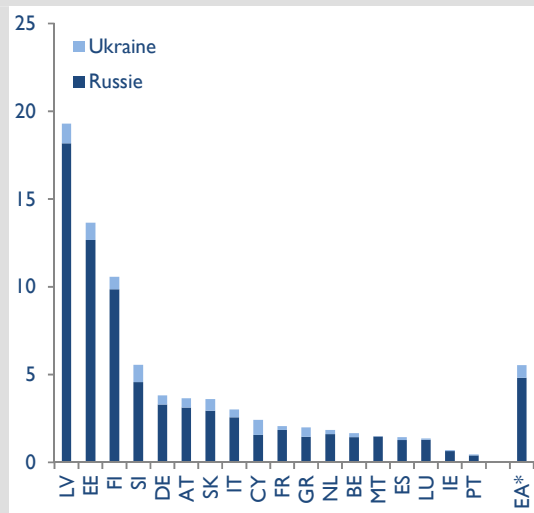


Source : Eurostat.

Notes : Les données ne sont pas disponibles pour l'Estonie, Chypre, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie. Les pays sont classés selon la part en pourcentage des importations de pétrole de Russie dans leurs importations totales de pétrole.

Graphique C Exportations de biens vers la Russie et l'Ukraine (T3 2013)

(en pourcentage des exportations totales de biens)



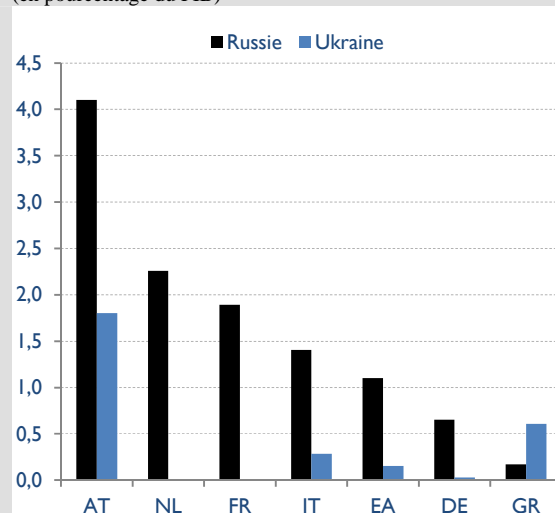
Sources : FMI et calculs de la BCE

* net des exportations de biens intra-zone euro.

Notes : Les pays sont classés selon la part en pourcentage des exportations de biens vers la Russie et l'Ukraine dans leurs exportations totales de biens.

Graphique D Créances de certaines banques de la zone euro (par pays) sur l'Ukraine et la Russie

(en pourcentage du PIB)



Sources : Statistiques bancaires consolidées de la BRI et BCE

Notes : Les pays sont classés selon les créances des banques de la zone euro sur la Russie en pourcentage du PIB de 2013. Les données portent généralement sur T4 2013 ; le graphique ne montre que les pays déclarant des créances de leurs banques sur la Russie et l'Ukraine ; la France et les Pays-Bas n'ont pas déclaré récemment les créances sur l'Ukraine ; les dernières données disponibles pour l'Autriche remontent à T3 2012. Le chiffre est mentionné pour la zone euro à titre indicatif, car il est basé sur des données des pays relevées à des dates différentes.

L'incidence défavorable qui pourrait découler d'une escalade du conflit pour l'économie de la zone euro dépend de la nature des sanctions que l'Union européenne et les États-Unis imposeront à la Russie ainsi que des mesures de rétorsion que la Russie ne manquerait pas d'adopter. Les contours exacts de ces sanctions sont incertains, mais celles-ci pourraient entraîner une hausse des cours du pétrole, une contraction des exportations de la Russie vers la zone euro - qui s'accompagnerait d'effets négatifs sur l'activité en Russie - et des sorties de capitaux se traduisant par une dépréciation du rouble. Une incidence défavorable pour la zone euro pourrait aussi être liée à une chute des cours boursiers et à un repli de la confiance des agents économiques, préoccupés par l'intensité de la crise et ses conséquences.

Dans la zone euro, le PIB se trouverait probablement ralenti à travers ces canaux, principalement en raison des effets sur les échanges commerciaux et les prix du pétrole. Parallèlement, le renchérissement du pétrole pousserait les taux d'inflation à des niveaux plus élevés que ceux ressortant du scénario de référence.

Au vu de la diversité des expositions commerciales et des liens financiers des différents pays de la zone euro avec la Russie et l'Ukraine, toute incidence de la crise serait hétérogène, les pays les plus exposés vis-à-vis de la Russie et de l'Ukraine - comme les pays baltes - subissant les plus lourdes retombées.

Certains pays de la zone euro pourraient aussi subir des effets négatifs indirects liés à des répercussions défavorables dans des pays tiers, en Europe de l'Est par exemple. Des secteurs d'activité et des industries clés pour certains pays, comme l'agriculture, les produits alimentaires, l'immobilier, le tourisme et, parfois, le secteur bancaire, pourraient pâtir plus particulièrement d'une crise longue ou plus profonde. Enfin, les pays de la zone euro qui importent une grande partie de leur gaz et de leur pétrole de Russie auraient à subir des retombées très négatives en cas d'éventuelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement en énergie au départ de ce pays.

Encadré 4

PREVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de 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).

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

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB			Hausse de l'IPCH		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projections des services de l'Eurosystème	Juin 2014	1,0 [0,6-1,4]	1,7 [0,6-2,8]	1,8 [0,5-3,1]	0,7 [0,6-0,8]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,6-2,2]
Commission européenne	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Baromètre de la zone euro	Mai 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus économique	Mai 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Mai 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	Avril 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Sources : *Prévisions économiques européennes* de la Commission européenne (printemps 2014) ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2014 ; *Perspectives économiques de l'OCDE*, mai 2014 ; 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.

Selon les prévisions des autres institutions actuellement disponibles, la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2014 serait légèrement supérieure à celle qui ressort des projections de l'Eurosystème. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 sont similaires ou légèrement inférieures à celles de l'Eurosystème. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions des autres institutions tablent, pour la plupart, sur une progression annuelle moyenne de l'IPCH en 2014 et 2015 proche de la projection de l'Eurosystème ou faiblement supérieure. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,3 % et 1,7 %, contre 1,4 % projeté par l'Eurosystème. Actuellement, toutes les prévisions disponibles se situent à l'intérieur des intervalles de projection de l'Eurosystème indiqués dans le tableau.

© Banque centrale européenne, 2014

Adresse : Kaiserstrasse 29, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Adresse postale : Postfach 16 03 19, 60066 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 69 1344 0

Télécopie : +49 69 1344 6000

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

Tous droits réservés.

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