



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

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

L'activité économique a été plus faible qu'attendu en début d'année, surtout du fait de l'atonie non anticipée de la progression des investissements et des exportations. La phase actuelle de croissance modeste devrait se poursuivre jusqu'en 2015. Cela étant, plusieurs facteurs externes et internes favorables, au nombre desquels l'orientation très accommodante de la politique monétaire dans la zone euro – renforcée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises en juin et septembre 2014 – devraient passer au premier plan au cours de l'année 2015, produisant alors une légère accélération de la croissance du PIB en volume. Celle-ci devrait croître de 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Ces taux dépassant de plus en plus les estimations de croissance potentielle, l'écart de production se résorbera lentement sur l'horizon de projection, tout en restant négatif en 2016. Par rapport aux projections publiées dans l'édition de septembre 2014 du Bulletin mensuel, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été largement révisées à la baisse.

Dans un futur proche, la hausse de l'IPCH au sein de la zone euro devrait rester faible et ne s'accroître que progressivement sur l'horizon de projection. En moyenne, elle devrait s'élever à 0,5 % en 2014, 0,7 % en 2015 et 1,3 % en 2016. La récente chute des cours du pétrole a considérablement freiné les perspectives d'inflation à court terme. Toutefois, le resserrement progressif de l'écart de production négatif ainsi que les tensions inflationnistes externes croissantes, renforcées par l'abaissement du taux de change de l'euro, devraient favoriser une accélération de la progression de l'IPCH sur l'horizon de projection. Mais la sous-utilisation persistante des capacités productives empêchera un fort regain de l'inflation. Comparées aux projections du Bulletin mensuel de septembre 2014, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été amplement révisées à la baisse.

Le présent article résume les projections macroéconomiques établies 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 les interpréter avec beaucoup de précautions. Soulignons également que, lors de l'établissement de ces projections, la prise en compte des mesures de politique monétaire non conventionnelles récemment engagées s'est limitée aux variables financières sur lesquelles elles ont déjà influé, les autres canaux de transmission étant laissés de côté. Le scénario de référence sous-estime donc très probablement les effets des programmes de politique monétaire.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La reprise mondiale devrait continuer de se renforcer, de manière progressive cependant. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'intensifier sur l'horizon de projection, passant de 3,6 % en 2014 à 4,2 % en 2016. Toutefois, la reprise devrait rester inégale d'une région du monde à l'autre. À l'atonie relative de l'activité économique début 2014 a succédé un raffermissement global du rythme de croissance de certaines économies avancées en dehors de la zone euro. En revanche, dans les marchés émergents, cette dynamique est demeurée modeste dans l'ensemble, avec des disparités entre les

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème 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 novembre 2014.

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

régions. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se redresser progressivement, même si les estimations continuent de tabler sur une reprise timide. Si certaines des principales économies avancées sont moins en proie à des vents contraires, les enjeux structurels croissants et le durcissement des conditions financières ne laissent guère présager que les économies émergentes retrouvent leurs taux de croissance d'avant la crise.

La dynamique des échanges commerciaux internationaux est restée faible au cours du premier semestre. Cependant, la croissance du commerce mondial a dû atteindre un point bas au second trimestre et devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, passant de 2,7 % en 2014 à 5,2 % en 2016 (hors zone euro). À la fin de l'horizon de projection, son élasticité par rapport à l'activité mondiale devrait demeurer moindre que celle observée avant la crise. La demande émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro devant s'accroître à un rythme moins rapide que celle adressée par le reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus en retrait que celle des échanges mondiaux (cf. tableau 1).

Tableau 1 L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

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.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de septembre 2014, les perspectives de croissance mondiale ont été légèrement revues à la baisse, les perspectives relatives à la demande extérieure de la zone euro l'étant plus significativement. Les révisions concernant la demande extérieure de la zone euro traduisent des chiffres en recul ainsi qu'une révision à la baisse de l'évolution positive de l'élasticité du commerce international par rapport à l'activité mondiale vers son niveau de long terme, le but recherché étant de tenir compte des erreurs de projection antérieures.

Encadré 1

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

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 13 novembre 2014. Les taux à court terme se rapportent au taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies en fonction des taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,2 % en 2014 et à 0,1 % en 2015 et 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 2,0 % en 2014, 1,8 % en 2015 et 2,1 % 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 diminuer quelque peu en 2014 et 2015 avant d'augmenter à nouveau modestement dans le courant de l'année 2016.

S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêté du 13 novembre, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 102,6 dollars au troisième trimestre 2014 à 85,6 dollars en 2015, avant d'atteindre 88,5 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer considérablement en 2014 et 2015 avant d'augmenter à nouveau en 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 13 novembre 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,33 en 2014 et de 1,25 en 2015 et 2016.

Hypothèses techniques

	Décembre 2014				Septembre 2014			Révisions depuis septembre 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cours du pétrole (en dollars par baril)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Cours de change EUR/USD	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-20) (variation annuelle en pourcentage)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

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

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.

Les hypothèses budgétaires sont basées sur l'exécution budgétaire pendant l'année 2014, les informations que contiennent les lois de Finances – à l'état de projet ou approuvées – pour 2015, les projets de plans budgétaires soumis dans le cadre du Semestre européen et les plans budgétaires nationaux à moyen terme disponibles à partir du 20 novembre 2014. Elles tiennent compte de toutes les mesures qui ont déjà été entérinées par les parlements ou qui ont été définies en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Dans l'ensemble, les informations relatives à l'exécution budgétaire en 2014 et aux mesures budgétaires prévues pour 2015 supposent une politique budgétaire discrétionnaire globalement neutre à l'échelon européen. Les mesures d'assainissement budgétaire de certains pays sont globalement contrebalancées par des réductions de la fiscalité directe dans plusieurs économies et par des hausses des dépenses.

Par rapport à l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, les variations des hypothèses techniques comprennent une forte baisse des prix (exprimés en dollars) du pétrole et des matières premières hors énergie, une dépréciation du taux de change effectif de l'euro et des taux d'intérêt à court et long terme plus faibles.

- 1 L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.
- 2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au quatrième trimestre 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 désormais utilisés pour les prévisions concernant les prix à la consommation des produits alimentaires, font l'objet d'une projection établie à partir d'un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Les évolutions économiques récentes n'ont pas confirmé la reprise qui était attendue au début de l'année. Le PIB en volume n'a crû que modestement aux deuxième et troisième trimestres 2014, après la dissipation de facteurs temporaires qui avaient stimulé l'activité pendant les trois premiers mois de l'année. Cette activité plus faible que prévu s'est inscrite dans un contexte d'évolution atone du commerce mondial, d'inquiétudes croissantes concernant les perspectives de croissance intérieure - éventuellement alimentées par la stagnation du processus de réforme économique dans certains pays - de tensions géopolitiques persistantes et de rebond de l'investissement résidentiel plus hésitant qu'escompté dans plusieurs pays.

Dans un futur proche, la croissance du PIB en volume devrait rester faible. Les facteurs défavorables qui l'ont entravée plus tôt dans l'année continueront de peser au cours des prochains trimestres. En témoignent les indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, en baisse depuis le printemps et dont les niveaux signalent désormais une poursuite de l'activité à un rythme réduit à court terme. En particulier, l'investissement privé devrait demeurer modéré jusque début 2015.

Plusieurs fondamentaux n'en restent pas moins positifs et propices à la hausse attendue pour 2015 et au-delà. La demande intérieure devrait bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que du meilleur fonctionnement du processus de transmission de la politique monétaire - encore renforcé par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises récemment par la BCE -, d'une orientation budgétaire globalement neutre après des années d'important resserrement budgétaire et d'une certaine amélioration des conditions de crédit. En outre, la consommation privée devrait être stimulée par une progression du revenu réel disponible, suscitée en particulier par l'incidence favorable de la baisse des cours des matières premières mais aussi par la croissance, quoique modérée, des salaires et de l'emploi et, dans un contexte de hausse des bénéfices des entreprises, par l'augmentation des autres revenus des ménages (notamment les bénéfices distribués). Qui plus est, l'activité globale sera de plus en plus soutenue sur l'horizon de projection par l'effet positif que devrait avoir un renforcement progressif de la demande extérieure sur les exportations, lui-même entraîné par les répercussions de la dépréciation de l'euro.

Pourtant, il est prévu que la reprise reste timide au regard des évolutions passées, un certain nombre de facteurs continuant à freiner la croissance à moyen terme. Le besoin persistant d'ajustement des bilans des secteurs privé et public ne devrait s'estomper que graduellement sur l'horizon de projection. De plus, le relâchement de la pression exercée sur la consommation privée par les taux élevés de chômage enregistrés dans certains pays devrait être uniquement progressif tandis que de larges capacités inutilisées, dans plusieurs économies, continueront d'entraver les dépenses d'investissement. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en volume devrait se situer à 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,5 % en 2016.

Si l'on examine plus en détail les composantes de la demande, les dépenses de consommation privée évoluent toujours à un rythme modéré sur l'horizon, du fait d'un rebond du revenu réel disponible. Après plusieurs années de faiblesse prononcée, le revenu réel disponible s'accélénera à la faveur d'une augmentation des revenus du travail (traduisant la progression de l'emploi et une croissance des salaires légèrement plus marquée), d'une contribution accrue des autres revenus des ménages (principalement liés aux bénéfices) et de la faiblesse des cours des matières premières. La consommation privée bénéficiera par ailleurs de l'augmentation du patrimoine net des ménages et des coûts de financement peu élevés.

Se maintenant à des niveaux historiquement bas, le taux d'épargne devrait être uniforme, traduisant en cela des effets contraires : d'une part, les très faibles taux d'intérêt et le recul progressif du chômage auront une incidence baissière ; d'autre part, on constate des effets haussiers liés au fait que, dans certains pays, les consommateurs puisent moins dans leur épargne lorsque le revenu disponible s'accroît. L'affaiblissement observé de la confiance de ces derniers pourrait renforcer l'épargne de précaution. En outre, dans certains pays, les pressions en faveur du désendettement des ménages demeurent élevées, ce qui comporte d'autres effets haussiers sur le taux d'épargne.

L'investissement résidentiel devrait rester médiocre mais se redresser quelque peu courant 2015, l'activité reprenant dans un contexte de taux hypothécaires faibles et de meilleures conditions de crédit, et le besoin

d'ajustement des marchés de l'immobilier s'atténuant progressivement. Cela étant, cet ajustement et/ou la croissance toujours faible du revenu réel disponible continuent de freiner la construction résidentielle dans certains pays. Qui plus est, dans plusieurs économies, les taux hypothécaires historiquement bas pratiqués semblent avoir une incidence moins favorable que prévu.

Plusieurs facteurs devraient stimuler l'investissement des entreprises, à savoir le renforcement progressif attendu de la demande intérieure et extérieure, le très bas niveau des taux d'intérêt, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones, l'amélioration des conditions de crédit ainsi qu'une certaine augmentation des marges bénéficiaires dans le sillage de la reprise de l'activité. De plus, les facteurs défavorables liés aux besoins de désendettement du secteur des entreprises devraient graduellement s'estomper après le recul, ces dernières années, de la dette en proportion du PIB. Toutefois, les niveaux d'endettement restant élevés, les besoins de désendettement pourraient continuer à entraver la croissance.

La progression des investissements des entreprises devrait rester relativement faible dans un futur proche. En dépit des facteurs favorables évoqués plus haut, la confiance des chefs d'entreprise est en baisse ces derniers temps. Certains facteurs défavorables semblent peser lourdement sur l'investissement des entreprises, notamment les conditions financières toujours peu avantageuses – mais en progrès – dans certains pays, les inquiétudes concernant la lenteur des réformes structurelles dans quelques économies et la persistance de tensions géopolitiques. De plus, l'incertitude entourant les perspectives de demande exerce une pression sur l'investissement des entreprises

La demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accroître modérément, parallèlement à la reprise de l'activité mondiale. Les exportations hors zone euro augmenteront modérément au second semestre 2014, de façon globalement conforme avec la demande extérieure. Courant 2015, les exportations devraient s'accélérer en ligne avec le renforcement de la demande extérieure et l'incidence favorable de la récente dépréciation de l'euro. Dans l'ensemble, les parts de marché à l'exportation devraient rester inchangées sur l'horizon de projection. Les importations en provenance des pays hors zone euro n'augmenteront que modérément sur l'horizon de projection, reflétant l'atonie de la croissance de la demande dans la zone euro et la baisse du taux de change de l'euro. Les exportations nettes devraient contribuer de façon positive, quoique modeste, à la croissance du PIB en volume vers la fin de l'horizon de projection. L'excédent courant croîtra durant la période de projection, atteignant 2,4 % du PIB en 2016.

La croissance de l'emploi a récemment traversé une phase d'accélération relativement forte et rapide. Ce redressement a été observé dès la mi-2013, en termes d'heures travaillées d'abord et d'unités par la suite. Au second trimestre 2014, les effectifs employés étaient en hausse de 0,4 % en glissement annuel, contre une croissance de 0,8 % du PIB en volume. Ce rebond assez prompt semble refléter l'incidence à la hausse de la modération salariale relevée dans le passé et, probablement, l'effet positif des récentes réformes des marchés du travail. Grâce à ces réformes – axées notamment sur une décentralisation plus marquée des négociations salariales, une moindre protection de l'emploi et des contrats de travail plus souples – la réaction de l'emploi aux évolutions de la production semble relativement plus rapide et plus forte qu'auparavant, des disparités notables existant toutefois d'un pays à l'autre.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait légèrement s'améliorer sur l'horizon de projection. Les effectifs employés devraient poursuivre leur reprise modeste au second semestre 2014 et maintenir ce rythme sur la période considérée. Le redressement de l'emploi est le reflet de la persistance d'un profil de réaction à la reprise de l'activité relativement fort et rapide. La population active devrait augmenter modérément en raison de l'immigration mais aussi parce que l'embellie progressive de la situation sur le marché du travail stimule la participation de certains segments de la population. Le taux de chômage devrait fléchir sur l'horizon de projection tout en restant à des niveaux bien plus élevés qu'avant la crise.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse, de 1,0 point de pourcentage, pour 2014-2016. Cette révision est due à des perspectives d'exportations moins favorables, les perspectives relatives à la demande extérieure adressée à la zone euro ayant été considérablement

révisées à la baisse, traduisant en cela des chiffres plus faibles et une correction à la baisse de l'évolution positive de l'élasticité du commerce international par rapport à l'activité mondiale vers son niveau de long terme. La révision à la baisse de la croissance tient également à la diminution des investissements des entreprises, liée à la récente perte de confiance et aux inquiétudes croissantes relatives aux perspectives de croissance intérieure. L'investissement résidentiel a lui aussi été substantiellement révisé à la baisse en raison d'un besoin d'ajustement des marchés de l'immobilier qui reste plus fort que prévu dans certains pays mais aussi du fait que l'incidence du niveau historiquement bas des taux hypothécaires semble avoir été surestimée lors des précédents exercices de projection. La consommation privée a également fait l'objet d'une révision à la baisse, traduisant une progression corrigée à la baisse de la rémunération par tête ainsi qu'une faiblesse plus marquée que prévu des bénéfices distribués, dans un environnement économique globalement moins favorable.

Dans le scénario de référence, les mesures de politique monétaire non conventionnelles prises récemment ne sont prises en compte qu'à travers leur incidence sur les données déjà observées et sur les hypothèses financières techniques de marché, à savoir *via* les taux du marché, les cours des actions et le taux de change. Par conséquent, il est possible que ce scénario sous-estime l'effet favorable des récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles, d'autres canaux n'étant pas pris en considération (cf. encadré 2).

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2014				Septembre 2014			Révisions depuis septembre 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB en volume ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Consommation privée	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Consommation publique	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
FBCF	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Exportations ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Importations ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Emploi	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Taux de chômage (% de la population active)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
IPCH	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Rémunération par tête	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Productivité du travail	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Solde du compte courant (% du PIB)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) La Lituanie est incluse dans les projections pour 2015 et 2016. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2015 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lituanie dès 2014.

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. *document de travail*, n° 77, BCE, septembre 2001, et *document de travail*, n° 579, BCE, janvier 2007). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de 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 2

L'INCLUSION DES RÉCENTES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLES DANS LES PROJECTIONS

Les programmes d'assouplissement du crédit annoncés le 5 juin et le 4 septembre 2014 comprenaient un éventail de mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre à travers des opérations de crédit (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) et des opérations ferme (programme d'achat de titres adossés à des actifs et programme d'achat d'obligations sécurisées).

L'incidence de ces mesures sur les perspectives de croissance et d'inflation n'est traduite dans le scénario de référence que dans la mesure où elles ont déjà influé sur les variables financières, notamment sur les taux d'intérêt, les cours des actions et le taux de change de l'euro. Cette approche technique veut que certains canaux potentiels supplémentaires ne soient pas pris en compte dans ce scénario. Cela vaut notamment pour le canal de transmission directe associé à l'allègement des coûts de financement causé par ces mesures pour les banques de la zone euro. Et aussi pour celui du rééquilibrage des portefeuilles, qui reflète le fait que l'apport de liquidités abondantes qu'implique chacune des trois mesures de politique monétaire pourrait davantage inciter les investisseurs à réduire leurs excès de trésoreries en procédant à des achats et faisant ainsi monter les prix – et donc baisser le rendement – des autres instruments financiers que ceux acquis par la banque centrale.

Dans l'ensemble, le scénario de référence pourrait donc sous-estimer l'effet des programmes de politique monétaire, ce qui représente un risque à la hausse pour les projections de référence en matière de croissance et d'inflation.

PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,3 % en novembre 2014. Le bas taux d'inflation actuel traduit des prix de l'énergie contenus dans le contexte des baisses récentes des cours du pétrole brut, de la faible hausse des prix des produits alimentaires et de l'évolution modérée des prix des produits manufacturés hors énergie et des services.

La hausse de l'IPCH devrait rester faible à court terme. Par la suite, elle ne devrait se renforcer que progressivement jusqu'à la fin de l'horizon de projection, pour atteindre un taux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2016. Cette accélération de l'inflation mesurée par l'IPCH sur l'horizon de projection devrait découler du resserrement progressif de l'écart de production négatif et des tensions croissantes sur les prix d'origine externe. Ces dernières reflètent notamment une inversion des tensions, qui étaient baissières et sont devenues haussières, provenant des prix des matières premières et des répercussions de la récente dépréciation du cours de change de l'euro.

L'atonie persistante de l'économie de la zone euro et l'évolution modérée projetée des cours des matières premières empêcheront un rebond plus substantiel de l'inflation dans la zone. L'écart de production négatif ne devrait se résorber que partiellement d'ici 2016, laissant supposer une progression modeste des salaires et des marges bénéficiaires. Globalement, la hausse de l'IPCH resterait très faible, s'élevant en

moyenne à 0,5 % en 2014, 0,7 % en 2015 et 1,3 % en 2016. La hausse de l'IPCH excluant les prix de l'énergie et des produits alimentaires devrait atteindre en moyenne 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,3 % en 2016.

Les tensions sur les prix d'origine externe pèsent actuellement sur les perspectives d'inflation mais devraient s'accroître sur l'horizon de projection, sous l'effet du renforcement projeté de la demande mondiale, de l'affaiblissement du cours de change de l'euro et, en 2016, de la hausse attendue des prix des matières premières. Les évolutions des prix hors zone euro ont accru les tensions baissières sur les prix dans la zone euro au cours de la période récente. La faible croissance de l'économie mondiale, les baisses des cours du pétrole et des autres matières premières et l'appréciation passée de l'euro ont entraîné des baisses des prix à l'importation dans la zone euro en 2013 et 2014. Dans la période à venir, ces effets s'amenuisant progressivement, le déflateur des prix à l'importation hors zone euro devrait augmenter en 2016.

Les améliorations sur les marchés du travail et l'atténuation de l'atonie économique devraient renforcer faiblement les tensions internes sur les prix sur l'horizon de projection. La progression de la rémunération par personne occupée devrait s'accroître quelque peu sur l'horizon tout en restant faible, en raison des ajustements en cours et de la modération salariale dans plusieurs pays de la zone euro. L'environnement de faible inflation contribue également aux modestes perspectives des salaires. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait ralentir légèrement sur l'horizon de projection. En effet, le faible regain de croissance de la rémunération par tête est plus que compensé par la hausse plus marquée de la productivité. L'évolution modeste des coûts salariaux unitaires est l'une des principales sources de la projection de faibles tensions internes sur les coûts jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

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 décroître en 2014, se stabiliser en 2015 et se reconstituer en 2016 grâce au renforcement de l'activité économique et, en particulier, à l'évolution modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre.

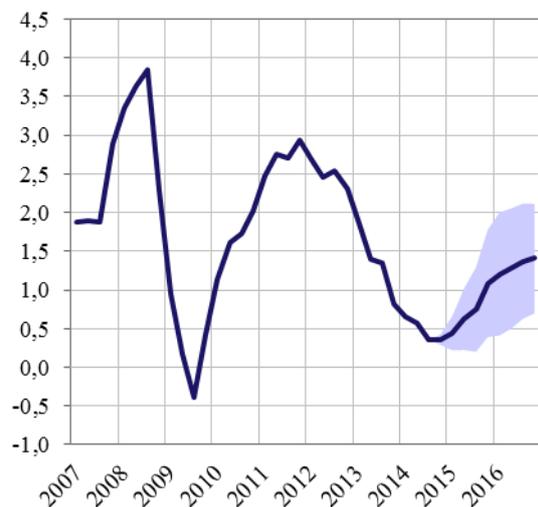
Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2014, de 0,4 point pour 2015 et de 0,1 point pour 2016. Ces révisions traduisent essentiellement le repli des cours du pétrole exprimés en euros, certaines récentes évolutions baissières surprenantes des composantes hors énergie et l'incidence de la révision à la baisse des perspectives de croissance. Pour 2016, cette dernière est partiellement compensée par les répercussions à la hausse plus fortes résultant de la progression de la composante énergie de l'IPCH, sous l'effet de la dépréciation du cours de change et d'une inversion à la hausse des prix des contrats à terme sur le pétrole par rapport aux projections de septembre 2014. La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également été revue à la baisse, reflétant l'affaiblissement de la dynamique des salaires et des marges bénéficiaires ainsi que les répercussions indirectes de la récente dépréciation du cours de change.

Graphique 1 Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

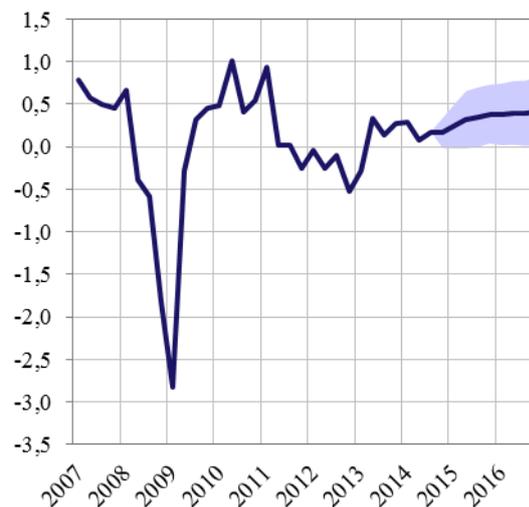
IPCH de la zone euro

(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*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

L'orientation des politiques budgétaires sera globalement neutre sur l'horizon de projection. Mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, elle devrait être légèrement expansionniste en 2014-2015, puis neutre en 2016, contrastant avec le fort resserrement observé les années précédentes.

Le déficit public se contracterait progressivement sur l'horizon de projection. Cette baisse sera soutenue par l'amélioration de la situation conjoncturelle de l'économie de la zone euro. Le solde budgétaire structurel ne devrait quant à lui se redresser que faiblement sur l'horizon, traduisant une politique budgétaire globalement neutre. La dette publique amorcera un recul à partir de 2015, sous l'effet de l'amélioration récente du solde primaire et d'un différentiel charges d'intérêts/croissance plus favorable.

Par rapport à la projection budgétaire publiée dans le *Bulletin mensuel* de septembre 2014, les perspectives de déficit et l'évolution de la dette se sont quelque peu détériorées en raison de perspectives macroéconomiques moins favorables et d'un léger relâchement des politiques budgétaires discrétionnaires. La révision à la baisse du ratio dette/PIB résulte principalement de la mise en œuvre de la nouvelle norme statistique ESA 2010.

Encadré 3

ANALYSE 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. À la date d'arrêt du 13 novembre 2014, sur la base de l'évolution du cours du pétrole induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant cette date, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devait baisser de 102,6 dollars au troisième trimestre 2014 à 85,6 dollars en 2015 et remonter à 88,5 dollars en 2016. Après la date d'arrêt, cependant, les cours du pétrole et les contrats à terme se sont repliés davantage dans un environnement d'offre abondante et de demande atone de pétrole, en particulier après la décision prise par l'OPEP le 27 novembre 2014 de maintenir les niveaux de production en vigueur. Le 2 décembre 2014, les contrats à terme laissaient entrevoir une baisse du cours du pétrole brut *Brent* jusqu'à 73,2 dollars en 2015, avant une remontée à 78,1 dollars en 2016, soit des niveaux 14,5 % et 11,7 % inférieurs à ceux compris dans la projection de référence.

Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème, il a été estimé que l'évolution différente des cours du pétrole réduirait la hausse de l'IPCH dans la zone euro de 0,4 point de pourcentage par rapport à la projection de référence pour 2015 et de 0,1 point pour 2016. Parallèlement, les nouvelles perspectives d'évolution des cours du pétrole soutiendraient la croissance du PIB en volume à hauteur d'environ 0,1 point de pourcentage tant en 2015 qu'en 2016.

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

Le scénario de référence établit l'hypothèse d'un taux de change effectif de l'euro inchangé jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Cela étant, un affaiblissement de l'euro pourrait résulter d'une détérioration des perspectives de croissance dans la zone euro par rapport à l'économie des États-Unis ainsi que des anticipations d'orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, impliquant que les marchés tablent sur une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro et une normalisation accélérée aux États-Unis. Une trajectoire alternative de l'euro, prévoyant une plus forte dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le jeudi 13 novembre 2014, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,17 en 2016, soit 6,1 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence. 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 du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 3,9 % en deçà du scénario de référence en 2016. Dans ce scénario, les résultats de différents modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème signalent, pour 2015 et 2016, une augmentation de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,4 point de pourcentage.

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 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. Elles ne sont par conséquent pas prises en compte dans le scénario de référence. 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 plusieurs 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 ayant une incidence sur la demande globale par opposition à d'autres facteurs de réduction des déficits et les effets de rétroaction macroéconomique associés.

Sur la base de cette approche, certaines mesures additionnelles d'assainissement budgétaire ayant une incidence sur la demande sont considérées comme probables en 2015 et 2016, portant l'effort d'assainissement supplémentaire cumulé à environ 0,2 % 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 cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est jugé comme portant un peu plus sur les dépenses.

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*²), 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 et 2015 mais devrait représenter environ - 0,1 point de pourcentage en 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait être négligeable sur l'ensemble de l'horizon de projection.

La présente analyse signale donc de faibles risques à la baisse pour le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume en 2016, étant entendu que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas intégrées dans le scénario de référence. Dans le même temps, les risques pour la projection d'inflation sont négligeables.

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 adm. publiques ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Projections budgétaires de référence	-2,6	-2,5	-2,2
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,0	0,0	0,2
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire influençant la demande (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB réel	0	0	-0,1
Hausse de l'IPCH	0	0	0

1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; pour les autres pays, chiffres figurant dans les projets de programme budgétaire, les lois de finances approuvées pour 2015 ou les mises à jour 2014 des programmes de stabilité.

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*).

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. Si même les mesures d'assainissement budgétaire 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 analyse³. 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 s'imposent en effet en vue de 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, cette situation pourrait avoir une incidence défavorable sur la confiance, ce qui freinerait la reprise économique.

- 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 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.
- 3 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, avril 2014.

Encadré 4

PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau ci-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	Décembre 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Commission européenne	Novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OCDE	Novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Baromètre de la zone euro	Novembre 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus économique	Novembre 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
	Novembre 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
FMI	Octobre 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (automne 2014) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2014 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2014 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Note : 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 identique 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 supérieures à celles de l'Eurosystème. La hausse annuelle moyenne de l'IPCH en 2014 serait identique à celle des projections de l'Eurosystème. Les projections de la plupart des autres institutions concernant la hausse de l'IPCH en 2015 sont légèrement supérieures à celles de l'Eurosystème. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,0 % et 1,5 %, contre 1,3 % projeté par l'Eurosystème. Actuellement, toutes les prévisions disponibles pour 2015 et 2016 se situent à l'intérieur des intervalles de projection de l'Eurosystème indiqués dans le tableau.

© Banque centrale européenne, 2014

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.