



Mars 2018

Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE¹

L'expansion économique dans la zone euro devrait demeurer vigoureuse, à des taux se maintenant au-dessus de leur potentiel. La progression du PIB en volume ralentirait toutefois, pour revenir de 2,5 % en 2017 à 1,7 % en 2020², sous l'effet de la lente dissipation de certains effets favorables. La hausse des prix mesurée par l'IPCH devrait s'accélérer à 1,7 % en 2020, soutenue par une accélération progressive de l'inflation sous-jacente liée au renforcement des contraintes de capacité.

1

L'économie réelle

Des indicateurs très favorables signalent une poursuite de la croissance robuste du PIB en volume à court terme.

Selon la dernière publication d'Eurostat, le PIB en volume a crû de 0,6 % au quatrième trimestre 2017, sous l'effet des contributions positives de la demande intérieure, notamment de la formation brute de capital fixe, et des exportations nettes. La situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer, le taux de chômage global tombant à 8,6 % en janvier 2018, son plus bas niveau depuis fin 2008. La croissance du PIB en volume devrait rester vigoureuse au premier semestre 2018, conformément aux niveaux très élevés de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs.

À moyen terme, les fondamentaux nécessaires au maintien de l'expansion sont toujours présents.

Plusieurs facteurs favorables devraient continuer de soutenir la demande intérieure. La transmission de l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE à l'économie perdure. La croissance de l'activité de prêt au secteur privé se maintient grâce à des taux d'intérêt bas et des conditions

¹ Ces 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. Les projections réalisées par les services de la BCE ou de l'Eurosystème ne sont pas approuvées par le Conseil des gouverneurs et ne reflètent pas nécessairement son opinion quant aux perspectives pour la zone euro. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections exercises*, publié par la BCE en juillet 2016 et disponible sur son site Internet. La date d'arrêt pour les hypothèses techniques, telles que les cours du pétrole et les taux de change, est le 13 février 2018 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 19 février 2018.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2018-2020. Les projections sur un horizon aussi long sont soumises à une très forte incertitude, ce dont il convient de tenir compte dans leur interprétation. Cf. l'article intitulé « Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème » dans le *Bulletin mensuel de la BCE* de mai 2013.

Vous pouvez accéder aux données utilisées pour établir certains tableaux et graphiques en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

² Les chiffres sont basés sur des données corrigées des jours ouvrés.

d'octroi favorables. La diminution des besoins de désendettement contribuera également au dynamisme des dépenses privées. Par ailleurs, la progression de la consommation privée et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait bénéficier de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail et d'une augmentation du patrimoine financier net des ménages. Dans le même temps, l'investissement des entreprises continuera de se redresser, traduisant aussi un renforcement des marges bénéficiaires dans un contexte d'accentuation des tensions du côté de la demande. La vigueur des exportations de la zone euro devrait se confirmer, bénéficiant de l'expansion actuelle de l'activité économique mondiale et de la croissance correspondante de la demande extérieure adressée à la zone euro.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2018				Décembre 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB en volume	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consommation privée	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Consommation publique	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
FBCF	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Exportations ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Importations ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Emploi	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Taux de chômage (% de la population active)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
IPCH	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IPCH hors énergie	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
IPCH hors énergie et produits alimentaires	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ³⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Rémunération par tête	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Productivité du travail	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Solde du compte courant (% du PIB)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

-
- 1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont basées sur des données corrigées des jours ouvrés.
 - 2) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (décembre 2009), disponible sur son site Internet.
 - 3) Y compris les échanges intra-zone euro.
 - 4) 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.
 - 5) 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 du 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 » dans le *Bulletin mensuel de la BCE* 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 la BCE* de septembre 2014.

Toutefois, la croissance du PIB en volume devrait légèrement s'atténuer sur l'horizon de projection avec la dissipation graduelle de nombreux effets favorables.

L'incidence des mesures de politique monétaire adoptées antérieurement devrait s'estomper progressivement sur l'horizon de projection. Une hausse de l'épargne de précaution et un affaiblissement de la croissance de l'emploi, résultant en partie de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays, pourraient entraver les évolutions des dépenses de consommation. La forte appréciation de l'euro enregistrée depuis avril 2017 et le ralentissement du taux de croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devraient freiner la hausse des exportations.

La croissance du revenu disponible réel demeurera soutenue. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible nominal devrait demeurer globalement inchangée sur l'horizon de projection, la hausse plus marquée des salaires nominaux compensant l'incidence du fléchissement de la croissance de l'emploi. L'augmentation des autres revenus des ménages devrait s'accélérer, reflétant des évolutions positives des bénéfices et des revenus de la propriété. La progression du revenu disponible réel devrait s'accélérer en 2018 et 2019 avant de ralentir en 2020 en raison de la hausse plus forte des prix à la consommation.

L'expansion de la consommation privée restera favorable. Les niveaux très élevés de confiance des consommateurs, les nouvelles améliorations attendues de la situation sur les marchés du travail et l'augmentation des salaires réels par tête suggèrent une croissance vigoureuse de la consommation au cours des prochains trimestres. À moyen terme, toutefois, la hausse de la consommation privée devrait devenir légèrement inférieure à celle du revenu réel disponible, les ménages étant de plus en plus susceptibles de mobiliser leurs revenus à des fins d'épargne.

L'augmentation de la consommation privée devrait également être stimulée par les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires, elle-même renforcée par les mesures de politique monétaire de la BCE et par les progrès accomplis en matière de désendettement. Si le bas niveau des taux d'intérêt influence les intérêts reçus et versés par les ménages, il tend à redistribuer les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, cette redistribution devrait soutenir la consommation privée totale. De plus, la hausse du patrimoine net des ménages ainsi que les progrès en matière de désendettement devraient également consolider la consommation.

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas, le taux d'épargne des ménages devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection.

Récemment, le taux d'épargne a reculé, traduisant principalement l'amélioration de la situation économique et financière des ménages et l'incidence de taux d'intérêt très faibles sur leur propension à épargner. Le taux d'épargne devrait augmenter sur l'horizon de projection, reflétant le redressement escompté de l'épargne de précaution dans le contexte d'une modération de l'expansion conjoncturelle ainsi que la contribution accrue de la progression des revenus non salariaux. En outre, les

réductions de la fiscalité directe dans certains pays devraient pousser le taux d'épargne des ménages à la hausse.

Encadré 1

Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change et les prix des matières premières

Par comparaison avec les projections de décembre 2017, les hypothèses techniques comprennent une appréciation du taux de change de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar, ainsi qu'une hausse des prix du pétrole et des taux d'intérêt. Les hypothèses techniques

concernant les taux d'intérêt et les prix des matières premières sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 13 février 2018. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au taux EURIBOR trois mois, les anticipations des marchés étant basées sur les taux à terme. La méthodologie fait ressortir un niveau moyen de ces taux d'intérêt à court terme de -0,3 % pour 2018, -0,1 % pour 2019 et 0,4 % pour 2020. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,3 % en 2018, 1,6 % en 2019 et 1,9 % en 2020³. Par rapport aux projections de décembre 2017, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été légèrement révisées à la hausse, de respectivement 10 et 30 points de base pour 2019 et 2020, tandis que les taux d'intérêt à long terme ont été corrigés à la hausse, d'environ 20 points de base sur l'horizon de projection.

En ce qui concerne les prix des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, en prenant la moyenne de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 13 février 2018, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 54,4 dollars en 2017 à 65,0 dollars en 2018 puis diminuer à 61,2 dollars en 2019 et 58,3 dollars en 2020. Par comparaison avec les projections de décembre 2017, les cours du pétrole exprimés en dollars seraient donc plus élevés de 5,5 % en 2018, 3,8 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient encore augmenter sensiblement en 2018, puis un peu plus modérément au-delà⁴.

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 février 2018. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,23 en 2018 et de 1,24 en 2019 et 2020, contre 1,17 dans les projections de décembre 2017. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est de 1,6 % supérieur aux projections de décembre 2017.

³ 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.

⁴ 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 premier trimestre 2019 et évoluer ensuite dans le sillage de l'activité économique mondiale.

Hypothèses techniques

	Mars 2018				Décembre 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Taux de change EUR/USD	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

La reprise de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre. Au cours des derniers trimestres, l'investissement en logement s'est nettement redressé, soutenu par des conditions de financement favorables et par l'accélération de la croissance des revenus en lien avec les créations d'emplois en cours. De surcroît, les processus d'ajustement à la baisse sur les marchés de l'immobilier résidentiel semblent être arrivés à leur terme dans plusieurs pays de la zone euro. Des enquêtes indiquent que les ménages sont toujours plus nombreux à prévoir, dans les deux prochaines années, l'achat ou la construction d'un logement ou des travaux d'amélioration du bien qu'ils possèdent. Les principales conditions nécessaires à la poursuite du redressement de l'investissement résidentiel demeurent réunies sur l'horizon de projection. Un certain ralentissement est toutefois anticipé, traduisant la phase de maturité dans laquelle est entré le cycle du logement, la dissipation de l'incidence des incitations fiscales dans certains pays et les tendances démographiques défavorables.

La reprise de l'investissement des entreprises devrait se prolonger sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme en baisse. Plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir l'investissement des entreprises : la confiance des chefs d'entreprise reste très élevée en raison d'anticipations de production et de carnets de commandes très favorables ; l'utilisation des capacités de production continue d'augmenter rapidement et se rapproche de son pic d'avant la crise ; les conditions de financement devraient demeurer très avantageuses sur l'horizon de projection ; et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières déjà doté de liquidités abondantes. De plus, le net redressement des cours des actions observé ces dernières années (nonobstant une modeste correction) ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont ramené le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à un niveau proche des points bas historiques dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, l'endettement brut consolidé (le ratio d'endettement) a bien moins reculé, ressortant désormais à des niveaux d'avant la crise. Une perte de vitesse progressive de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection traduit également le ralentissement global de la demande tant intérieure qu'extérieure.

Encadré 2

L'environnement international

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est renforcé au second semestre 2017, sous l'effet de la propagation de la croissance de l'activité et des échanges commerciaux.

Les données disponibles et les indicateurs tirés des enquêtes vont dans le sens d'une croissance mondiale soutenue à court terme, l'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) étant proche de sa moyenne de long terme. Les conditions financières mondiales restent accommodantes malgré un resserrement des taux d'intérêt à l'échelle internationale depuis le début de 2018. Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté aux États-Unis et les marchés boursiers mondiaux ont fortement reculé en février, tandis que la volatilité s'est accrue. Pour la période à venir, la croissance de l'activité économique mondiale devrait rester globalement stable mais inférieure aux taux de croissance potentielle d'avant la crise. Les perspectives relatives aux économies avancées incluent une expansion vigoureuse, l'activité étant stimulée à court terme par la récente réforme fiscale aux États-Unis. Par la suite, la croissance de la production devrait légèrement décélérer au fur et à mesure que la reprise économique s'installera et que les écarts de production deviendront progressivement positifs. Pour les économies de marché émergentes, les perspectives sont étayées par le redressement dans les pays exportateurs de matières premières, en particulier le Brésil et la Russie, ainsi que par la résistance de la croissance en Inde et en Chine. La croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) devrait atteindre 4,1 % en 2018, puis ralentir modérément pour revenir à 3,7 % en 2020. Par rapport à l'exercice de décembre 2017, la croissance du PIB mondial est révisée à la hausse sur la période allant de 2017 à 2019, reflétant essentiellement l'incidence favorable du train de mesures budgétaires adoptées aux États-Unis.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2018				Décembre 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

La croissance du commerce mondial, après avoir été exceptionnellement forte au premier semestre 2017, devrait rester robuste dans les trimestres à venir, conformément aux indicateurs favorables des échanges internationaux.

À moyen terme, les perspectives des échanges commerciaux devraient être davantage en phase avec les perspectives d'évolution de l'activité mondiale (ancrées à un ratio d'élasticité du commerce rapporté à la croissance du PIB mondial d'environ 1). La demande extérieure adressée à la zone euro s'accroîtrait de 5,5 % en 2017, de 4,7 % en 2018, de 4,1 % en 2019 et de 3,6 % en 2020. Par comparaison avec les projections de décembre 2017, la demande extérieure adressée à la zone euro a été revue à la hausse, traduisant principalement les effets positifs de la réforme fiscale américaine, qui devrait tirer vers le haut la demande d'importations aux États-Unis.

Encadré 3

Facteurs déterminant les perspectives d'évolution du commerce mondial

Après une longue période de croissance atone, le commerce international a rebondi depuis dix-huit mois. Les importations mondiales ont progressé de 5,5 % en 2017, à un rythme très supérieur au rythme moyen observé entre 2012 et 2016. La croissance des importations mondiales a également dépassé l'expansion de l'activité mondiale, impliquant une augmentation de l'élasticité du commerce mondial au revenu mondial. Si le récent regain du commerce mondial semble traduire, en partie, des facteurs spécifiques ponctuels, en particulier une intensification des échanges dans certains pays émergents d'Asie ainsi que la volatilité inhérente aux données relatives aux échanges commerciaux, le redressement des échanges internationaux survenu l'an passé apparaît généralisé à toutes les régions. Toutes sauf cinq des 32 principales économies mondiales ont vu leurs importations augmenter en 2017 par rapport aux dernières moyennes sur cinq ans.

La reprise conjoncturelle de l'activité économique mondiale et de l'investissement en particulier a contribué à ce rebond des échanges. Après les performances décevantes des dernières années, l'activité mondiale a montré des signes de redressement conjoncturel. Surtout, s'agissant des échanges mondiaux, l'investissement, qui est une composante de la demande dont le contenu en importations est relativement élevé, s'est stabilisé à des niveaux très faibles début 2016 (représentant un plancher pour la croissance du commerce international), avant de progresser considérablement au cours des derniers trimestres, atteignant un point proche de sa moyenne d'avant la crise. Ce rebond de l'activité et de l'investissement résulte de plusieurs facteurs : les politiques menées dans les économies avancées sont de plus en plus favorables, la rigueur budgétaire s'étant atténuée et la politique monétaire demeurant très accommodante. Les conditions de financement propices, qui s'inscrivent dans un climat de confiance soutenue, ont également joué un rôle. De plus, la stabilité ou la hausse des cours des matières premières encouragent l'investissement dans les économies exportatrices de matières premières, qui s'était effondré à la suite de la brutale détérioration de leurs termes de l'échange après 2014.

Les modèles de demande d'importations spécifiques à certains pays confortent le rôle de l'investissement en tant que moteur des évolutions récentes du commerce. Les estimations issues des modèles standard de demande d'importations de dix-neuf pays, représentant 75 % des importations mondiales, confirment l'observation selon laquelle la reprise a été en partie soutenue par la hausse de la demande mondiale d'investissement. La récente vigueur de la croissance des échanges, également indiquée par les modèles, s'explique en outre par la forte procyclicité de l'élasticité du commerce mondial au revenu mondial : dans les périodes de retournement conjoncturel où l'activité progresse plus rapidement que son niveau tendanciel, cette élasticité tend aussi à augmenter. Cette interprétation est conforme à l'expérience faite par le passé : lorsque l'activité économique mondiale a surmonté sa phase de faiblesse, en 2015 et 2016, les échanges internationaux se sont intensifiés encore plus rapidement. En d'autres termes, l'élasticité du commerce mondial au revenu mondial a rebondi.

Les facteurs favorables à l'origine du récent rebond de l'élasticité du commerce mondial au revenu mondial devraient s'estomper sur l'horizon de projection. Les projections concernant les investissements mondiaux tablent sur la poursuite d'une expansion modérée au fur et à mesure de l'installation de la reprise économique, de la diminution des capacités inutilisées et du ralentissement de l'activité mondiale. Par ailleurs, l'expansion économique mondiale devrait ralentir. L'élasticité du commerce mondial au revenu mondial devrait donc diminuer, en raison de la

trajectoire plus modeste de la croissance de l'investissement mais aussi de sa nature procyclique, la croissance mondiale s'atténuant. Les importations devraient par conséquent progresser davantage en phase avec l'activité vers la fin de l'horizon de projection. Cette évolution confirme les éléments attestant que les facteurs structurels à plus long terme qui avaient été à l'origine de l'expansion rapide des échanges mondiaux, à un rythme supérieur à la progression de l'activité économique mondiale, et notamment la vive expansion des chaînes de valeur mondiales, se sont affaiblis depuis la crise financière⁵.

La croissance des exportations hors zone euro devrait être ralentie par la récente appréciation de l'euro. Après une croissance robuste au second semestre 2017, les exportations hors zone euro devraient progresser plus lentement que la demande extérieure adressée à la zone euro à cause de la récente appréciation de l'euro, impliquant une certaine contraction des parts de marché à l'exportation. Les importations hors zone euro bénéficieraient des évolutions favorables de la demande intérieure et du renforcement de l'euro. La croissance des importations devrait décélérer plus faiblement que celle des exportations, entraînant une contribution légèrement négative des exportations nettes à l'expansion économique en 2018, amenée à devenir neutre par la suite.

La croissance de l'emploi devrait ralentir. Les effectifs employés dans la zone euro ont enregistré une hausse de 0,4 % au troisième trimestre 2017 et, selon les estimations, se sont encore accrus au quatrième trimestre de l'année. La vigueur récente de la croissance de l'emploi a été constatée dans l'ensemble des pays et les enquêtes prospectives suggèrent un renforcement de cette tendance à court terme. Par la suite, la hausse de l'emploi devrait légèrement fléchir avec l'atténuation progressive attendue des effets de certains facteurs temporaires favorables (tels que les mesures de relance budgétaire adoptées dans certains pays) ainsi que la réduction escomptée, dans plusieurs pays, de l'emploi dans le secteur public.

L'accroissement de la population active serait toujours plus freiné par les pénuries de main-d'œuvre. La population active devrait continuer d'augmenter sur l'horizon de projection, reflétant l'immigration nette de travailleurs, l'intégration attendue des réfugiés et une nouvelle hausse des taux d'activité. Ces effets positifs devraient toutefois être graduellement compensés, sur l'horizon de projection, par l'incidence de facteurs démographiques de plus en plus défavorables. Cette évolution contribuerait également au ralentissement de la croissance de l'emploi en 2019 et 2020.

En 2020, le taux de chômage devrait être revenu à 7,2 %. Le taux de chômage est tombé à 8,6 % en janvier 2018, soit son plus bas niveau depuis la fin 2008. Pour l'avenir, le nombre de chômeurs devrait continuer de s'infléchir de façon substantielle, se rapprochant de son point bas d'avant la crise.

⁵ Cf. également European System of Central Banks, International Relations Committee Task Force, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal ?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, 2016.

Conformément à son profil d'évolution conjoncturelle, la hausse de la productivité du travail sera plus élevée que les années précédentes. La productivité du travail s'est accrue en 2017, le renforcement temporaire de l'emploi évoqué ci-dessus ayant commencé à se résorber. À plus long terme, l'augmentation de l'utilisation du facteur capital dans le contexte d'une réduction de la sous-utilisation des capacités, une hausse du nombre d'heures travaillées par salarié et des gains de productivité globale des facteurs suggèrent que la croissance de la productivité du travail sera largement soutenue sur l'horizon de projection. Mais, sur la période 2019-2020, elle devrait progresser à un rythme légèrement inférieur à son taux moyen de 1,0 % d'avant la crise.

La croissance du PIB en volume devrait rester supérieure à la croissance potentielle jusqu'en 2020. Selon les estimations, la croissance potentielle se serait renforcée légèrement ces dernières années, à la faveur de contributions plus positives du capital, du travail et de la productivité globale des facteurs. À la fin de l'horizon de projection, la croissance potentielle, quoique toujours inférieure à la croissance effective du PIB en volume, devrait globalement retrouver le rythme observé immédiatement avant la crise. Il faut toutefois noter que la croissance potentielle et ses déterminants ne peuvent être observés et que de telles estimations sont entourées d'incertitudes considérables.

Par rapport aux projections de décembre 2017, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse pour 2018 et demeure inchangée pour la période 2019-2020. La révision haussière pour 2018 tient principalement à la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise plus élevée que prévu antérieurement, ce qui implique une dynamique de croissance plus forte, ainsi qu'aux corrections à la hausse apportées à la demande extérieure. Par la suite, l'incidence positive exercée par cette dynamique de croissance plus vigoureuse devrait être largement compensée par les effets négatifs de la récente appréciation de l'euro sur les exportations hors zone euro et de la hausse des taux d'intérêt à long terme.

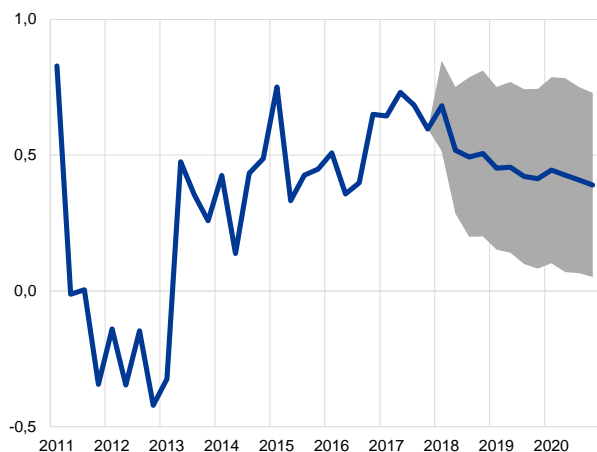
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

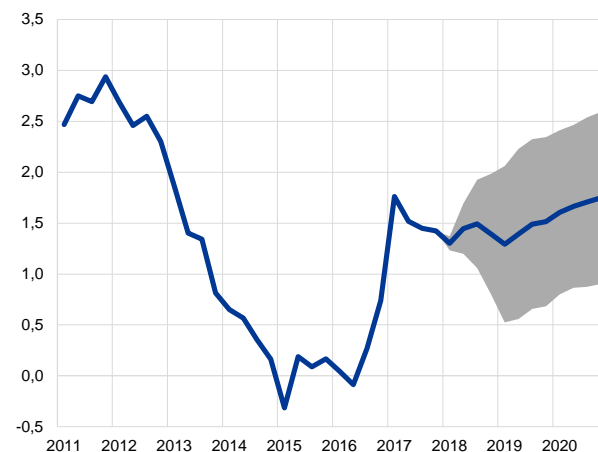
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

2 Prix et coûts

La hausse de l'IPCH ne devrait s'accélérer que vers la fin de l'horizon de projection, le ralentissement de la composante énergie de l'IPCH, en 2018 et 2019, devant globalement contrebalancer un raffermissement de l'inflation sous-jacente. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait ressortir, en moyenne, à 1,4 % en 2018 et 2019 et atteindre 1,7 % en 2020. S'agissant de ses composantes, bien que la composante énergie de l'IPCH doive augmenter dans les prochains mois, reflétant les récents renchérissements du pétrole et des effets de base haussiers, elle devrait diminuer fortement à compter de fin 2018 et revenir à des taux proches de zéro mi-2019. La trajectoire plate, à partir du milieu de l'année 2019, des prix des produits énergétiques figurant dans l'IPCH est le reflet de la conjugaison du profil baissier de la courbe des contrats à terme sur le pétrole et des effets haussiers exercés par les taxes sur l'énergie. La composante produits alimentaires de l'IPCH devrait rebondir modérément sur l'horizon de projection, soutenue par les augmentations attendues des cours internationaux des matières premières alimentaires et les effets haussiers liés au relèvement des taxes sur le tabac. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître, l'économie croissant à un rythme supérieur à son potentiel et l'écart de production positif s'élargissant. En particulier, les tensions croissantes sur les marchés du travail, caractérisés par de fortes contraintes au niveau de l'offre de main-d'œuvre dans certains pays, favoriseront la croissance des salaires et ces hausses des coûts devraient être répercutées sur les prix dans l'environnement actuel de croissance soutenue. Des effets indirects haussiers temporaires sur l'inflation sous-jacente devraient découler des récentes augmentations des cours du pétrole et des hausses attendues des prix

des matières premières hors énergie. Le récent renforcement du taux de change de l'euro devrait avoir une incidence à la baisse sur l'inflation, mais cette évolution devrait être contrebalancée dans une certaine mesure par le fort dynamisme actuel de la croissance dans la zone euro, compte tenu de la capacité renforcée des entreprises à y imposer leurs prix. Globalement, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer progressivement, jusqu'à 1,8 % en 2020.

La progression des salaires devrait se redresser nettement sur l'horizon de projection, à mesure du resserrement des conditions sur les marchés du travail et de la dissipation des mesures qui ont freiné cette progression dans certains pays ces dernières années. La hausse de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,6 % en 2017 à 2,7 % en 2020. Un ralentissement temporaire attendu en 2019 traduit la mise en œuvre d'une mesure budgétaire en France, à savoir la conversion d'un crédit d'impôt (le CICE) en une réduction permanente des cotisations sociales patronales⁶. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait se renforcer dans des proportions analogues à celle de la rémunération par tête (passant de 0,8 % en 2017 à 1,8 % en 2020) étant donné le rythme de croissance globalement inchangé de la productivité sur l'horizon de projection. Le principal facteur du redressement de la progression des salaires est la nouvelle amélioration attendue de la situation sur les marchés du travail, accompagnée de tensions croissantes sur les marchés du travail et de pénuries notables de main-d'œuvre dans certaines régions de la zone euro. Au-delà de la dynamique conjoncturelle, l'augmentation significative de l'inflation globale en 2017 par rapport aux trois années précédentes pourrait aussi contribuer à l'accélération de la progression des salaires dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments rétrospectifs d'indexation ou d'anticipation. De plus, des facteurs liés à la crise ayant freiné les salaires, comme la modération salariale dont certains pays ont eu besoin pour regagner de la compétitivité-prix après la crise et la modération salariale contenue au regard des rigidités contraignantes à la baisse observées sur les salaires nominaux pendant la crise devraient s'estomper peu à peu à mesure de la poursuite et de la généralisation de la reprise économique à travers les pays de la zone euro. Enfin, dans certains pays, l'effet modérateur sur les salaires des mesures réduisant les cotisations sociales s'atténuera en même temps qu'elles arriveront graduellement à leur terme au cours des prochaines années, tandis que le gel des salaires du secteur public devrait prendre fin.

Sur la première partie de l'horizon de projection, un élargissement des marges bénéficiaires est anticipé, à un rythme légèrement plus rapide qu'au cours de l'année écoulée. Les marges bénéficiaires ont récemment commencé à croître plus vigoureusement, reflétant des évolutions moins défavorables des termes de l'échange ainsi que des améliorations conjoncturelles de l'économie. Ces évolutions positives devraient se poursuivre dans le contexte de l'expansion économique en cours. Cela étant, l'accélération escomptée de la hausse des coûts unitaires de

⁶ Le ralentissement de la hausse de la rémunération par tête et des coûts salariaux unitaires étant largement compensé par une augmentation correspondante des marges bénéficiaires, son incidence sur la fixation des prix devrait être limitée.

main-d'œuvre ainsi que des impôts indirects nets unitaires ralentirait le rythme d'expansion des marges bénéficiaires, en particulier vers la fin de l'horizon de projection.

La hausse des prix à l'importation a rebondi en 2017. Sur l'horizon de projection, ces prix continueraient d'augmenter, mais à un niveau plus modéré qu'observé récemment. La hausse relativement vigoureuse des prix à l'importation en 2017 traduit en particulier le retournement des cours du pétrole ainsi que l'évolution des cours des matières premières hors énergie. Le ralentissement de la progression des prix à l'importation après 2017 est lié aux modestes perspectives de variation des cours du pétrole mais aussi aux évolutions relativement modérées des autres prix des matières premières. En outre, l'appréciation de l'euro limitera l'incidence des fluctuations des cours des matières premières ainsi que de l'accentuation progressive des tensions mondiales pesant sur les prix à l'importation pour la zone euro. Plus généralement, les tensions inflationnistes sous-jacentes mondiales devraient s'accroître progressivement sur l'horizon de projection à mesure que les coûts de production mondiaux augmenteront, en ligne avec la réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

Par rapport aux projections de décembre 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse pour 2019. Si, pour 2018, les hypothèses de hausse des cours du pétrole en dollars contrebalancent les effets modérateurs de l'appréciation du taux de change de l'euro sur l'inflation, pour 2019, les effets du renchérissement de l'euro prédominent et se traduisent par des perspectives de progression de l'IPCH un peu plus modérées.

3 Perspectives budgétaires

En moyenne, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait demeurer globalement neutre au cours de la période de projection. L'orientation des politiques budgétaires est mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. En 2017, les réductions de la fiscalité directe et l'augmentation des transferts aux ménages ont été intégralement compensées par les relèvements de la fiscalité indirecte et par une progression plus modérée de la consommation publique. L'orientation budgétaire en 2018 est principalement le reflet des baisses d'impôts directs et des cotisations de sécurité sociale mais aussi de l'hypothèse d'une progression des investissements publics plus dynamique, qui ne sont que partiellement compensées par les relèvements de la fiscalité indirecte et la faible croissance des dépenses publiques courantes. En moyenne, l'orientation budgétaire devrait aussi être neutre sur la période 2019-2020, des réductions supplémentaires des impôts directs et des cotisations sociales devant être compensées par une nouvelle diminution des dépenses publiques.

Sur l'horizon de projection, les ratios de déficit public et de dette publique devraient s'inscrire en baisse. En raison principalement d'une amélioration de la composante conjoncturelle et d'un recul des paiements d'intérêts, une diminution

progressive du déficit public ressort de la projection budgétaire sur la période de projection. Le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles restera stable sur l'horizon de projection. Le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait continuer de baisser sur l'horizon de projection, soutenu par un différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance⁷ et par l'excédent primaire. Par rapport aux projections de décembre 2017, les perspectives budgétaires signalent des ratios de déficit et de dette publique légèrement inférieurs principalement, soutenus par des évolutions macroéconomiques plus favorables.

Encadré 4

Analyses de sensibilité

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de variables clés déterminées. Certaines de ces variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, l'examen de leur sensibilité 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 certaines hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces variables.

1) Une trajectoire différente des cours du pétrole

Des modèles alternatifs d'évolution des cours du pétrole signalent, sur l'horizon de projection, un risque de hausses plus rapides que ne le suggèrent les contrats à terme. Les hypothèses techniques relatives aux évolutions des cours du pétrole sous-tendant le scénario de référence des projections, fondées sur les marchés à terme, prévoient une évolution baissière, le prix du baril de pétrole brut Brent ressortant à environ 58 dollars fin 2020. La trajectoire suivie par les contrats à terme sur le pétrole est conforme à une croissance robuste de la demande mondiale de pétrole, qui constitue un scénario associé à un renforcement de l'économie mondiale. S'agissant des facteurs d'offre, des facteurs géopolitiques ainsi que l'accord conclu entre les producteurs de l'OPEP et certains producteurs hors OPEP visant à réduire la production devraient être en partie compensés par la progression de la production de pétrole de schiste aux États-Unis. Une combinaison d'autres modèles utilisés par les services de la BCE⁸ pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon laisse présager une hausse plus forte des prix du pétrole qu'anticipé dans les hypothèses techniques. La concrétisation d'une trajectoire différente des cours du pétrole, à travers laquelle ceux-ci seraient supérieurs de 13,5 % à l'hypothèse de référence d'ici 2020, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une faible accélération de la hausse de l'IPCH (de 0,2 point de pourcentage en 2019 et 0,3 point de pourcentage en 2020).

2) Une trajectoire du taux de change différente

Cette analyse de sensibilité examine les effets d'un nouveau renforcement du taux de change de l'euro, favorisé par une amélioration constante du sentiment des investisseurs en faveur de l'euro. Ce scénario est basé sur le 75^e percentile de la distribution fournie par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change USD/EUR au

⁷ Le différentiel est calculé comme la différence entre le taux d'intérêt effectif nominal sur la dette et le taux de croissance du PIB nominal.

⁸ Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

13 février 2018. La trajectoire suppose une appréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,42 en 2020, soit 14,6 % de plus que dans l'hypothèse de référence pour cette année-là. L'hypothèse correspondante pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduit des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux USD/EUR reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'un peu plus de 50 %. Dans ce scénario de chocs exogènes de taux de change, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème suggère une croissance du PIB en volume inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2018, de 0,5 point de pourcentage en 2019 et de 0,2 point de pourcentage en 2020. La progression de l'IPCH serait quant à elle de 0,1, 0,5 et 0,4 point de pourcentage plus faible en 2018, 2019 et 2020, respectivement. Il convient de noter que ces estimations des effets sur la croissance et l'inflation ne s'exercent qu'en cas de chocs de taux de change purement exogènes.

Encadré 5

Prévisions des autres institutions

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations

internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de la BCE, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates différentes. 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. le tableau ci-dessous).

Comme il ressort du tableau, les prévisions actuellement disponibles des autres institutions concernant la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH se situent à l'intérieur des intervalles des projections établies par les services de la BCE (entre parenthèses dans le tableau).

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

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB			Hausse de l'IPCH		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projections des services de la BCE	mars 2018	2,4 [2,1 - 2,7]	1,9 [0,9 - 2,9]	1,7 [0,7 - 2,7]	1,4 [1,1 - 1,7]	1,4 [0,6 - 2,2]	1,7 [0,8 - 2,6]
Commission européenne	février 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	novembre 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Baromètre de la zone euro	février 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus économique	février 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	janvier 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
FMI	octobre 2017/ janvier 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Sources : Prévisions économiques européennes intermédiaires de la Commission européenne (hiver 2018) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mise à jour de janvier 2018 (PIB en volume) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2017 (IPCH) ; Perspectives économiques de l'OCDE,

novembre 2017 ; Prévisions du consensus économique, février 2018 ; le chiffre correspondant au consensus économique pour 2020 est tiré de l'enquête relative aux prévisions de long terme d'octobre 2017 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, février 2018 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), janvier 2018.

Notes : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE 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 ce point, sur quelle base elles sont fondées.

© **Banque centrale européenne, 2018**

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

Téléphone : +49 69 1344 0

Site Internet : www.ecb.europa.eu

Tous droits réservés. La reproduction à des fins pédagogiques et non commerciales est autorisée moyennant indication de la source.

ISSN 2529-4482 (pdf)

N° de catalogue UE QB-CE-18-001-FR-N (pdf)