



Décembre 2016

Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro¹

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre de façon globalement conforme aux anticipations formulées dans les projections de septembre 2016. Favorisés par l'orientation très accommodante de la politique monétaire, par les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs et par les améliorations constantes de la situation sur les marchés du travail, le redressement attendu de l'économie mondiale et la vigueur escomptée de la demande intérieure devraient soutenir la reprise sur l'horizon de projection. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019.

La hausse des prix mesurée par l'IPCH devrait considérablement s'accroître, passant de 0,2 % en 2016 à 1,3 % en 2017, à 1,5 % en 2018 et à 1,7 % en 2019, particulièrement stimulée, sur le court terme, par une inversion des prix du pétrole. En outre, au fur et à mesure que la sous-utilisation des capacités productives s'estompera, la progression des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre devraient également renforcer la hausse des prix mesurée par l'IPCH sur l'horizon de projection.

1

L'économie réelle

Sous l'effet de la demande intérieure, l'accroissement du PIB en volume a atteint 0,3 % au troisième trimestre 2016. Les informations disponibles relatives au troisième trimestre semblent indiquer que la consommation privée et la formation de capital fixe ont apporté une contribution positive à l'activité, contrairement aux exportations, dont le rythme de progression a été plus lent que celui des importations. La situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer au cours des derniers mois, la croissance de l'emploi se renforçant étonnamment et les taux de chômage reculant davantage qu'escompté. Le raffermissement de la

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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections exercises*, publié par la BCE en juillet 2016 et disponible sur son site Internet. La date d'arrêté pour les hypothèses techniques telles que les cours du pétrole et les taux de change est le 17 novembre 2016 (cf. l'encadré 2). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 24 novembre 2016.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2016-2019. Des projections établies sur un horizon aussi long étant très incertaines, il faut en tenir compte dans leur interprétation. Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* publié dans le Bulletin mensuel de la BCE de mai 2013.

confiance s'est poursuivi dans les différents secteurs et pays, signe de la résistance de la croissance à court terme.

Sur l'horizon de projection, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019. Soutenue par l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, la vigueur de la demande intérieure devrait continuer d'être la principale source de la croissance du PIB en volume. Quant aux exportations, elles devraient progressivement s'accélérer du fait de la reprise graduelle attendue de l'économie mondiale, entraînant une amélioration régulière de leur contribution sur l'horizon de projection.

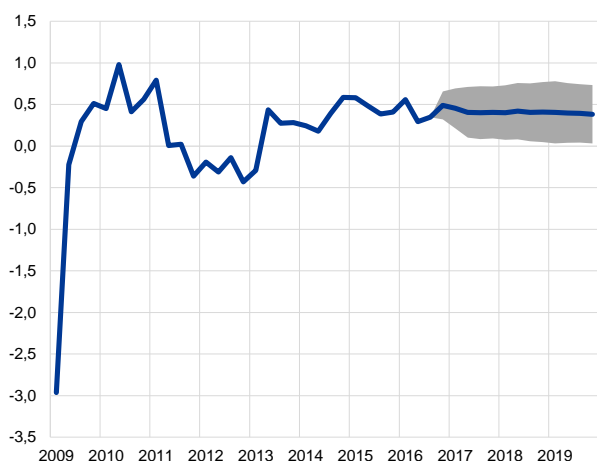
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

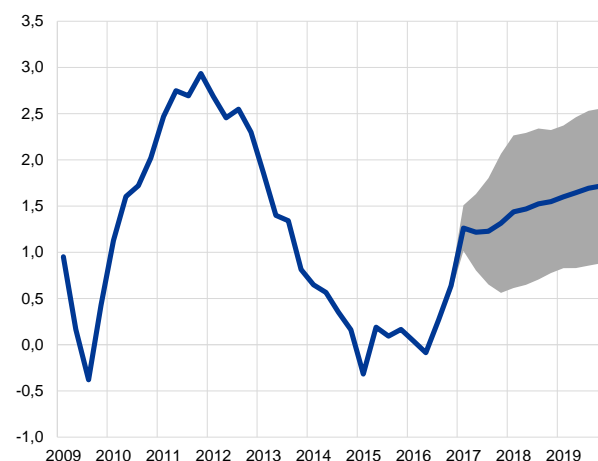
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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.

La dynamique de croissance des dépenses de consommation privée devrait globalement se maintenir sur l'horizon de projection. La confiance des consommateurs s'est encore renforcée au cours des derniers mois, en liaison avec l'amélioration des anticipations économiques générales et avec des perspectives financières individuelles plus favorables.

Les perspectives à moyen terme de croissance du revenu nominal disponible demeurent positives. La contribution des salaires et des rémunérations bruts devrait croître sur l'horizon de projection, le ralentissement de la croissance de l'emploi étant plus que compensé par une accélération plus marquée de la rémunération par tête. La progression des autres revenus des ménages devrait s'accroître de façon largement comparable au profil des bénéfices, tandis que la contribution des transferts budgétaires nets serait légèrement négative. Parallèlement, en raison du rebond de la hausse des prix à la consommation, la

croissance du revenu disponible réel devrait marquer le pas en 2017 et évoluer au même rythme par la suite.

Renforcée par les mesures de politique monétaire de la BCE, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires devrait soutenir la croissance de la consommation privée. Si le bas niveau des taux d'intérêt affecte 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 favoriser encore la consommation privée agrégée. De plus, les progrès accomplis en matière de désendettement et l'accroissement attendu du patrimoine financier net des ménages, qui reflète de nouvelles hausses des prix de l'immobilier, devraient également soutenir la consommation. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée décélérerait modestement, revenant de 1,7 % en 2016 à 1,5% en 2017 et 2018 et à 1,4 % en 2019.

Le taux d'épargne devrait reculer jusqu'au milieu de l'année 2017 et resterait stable par la suite. Selon les estimations, le taux d'épargne a augmenté depuis la mi-2015, très probablement parce que les ménages ont économisé une partie des gains exceptionnels réalisés grâce aux chutes des cours du pétrole. Cet effet devrait être provisoire et sa dissipation entraîner un tassement du taux d'épargne au cours de l'année 2017. Par la suite, ce taux resterait stable jusqu'à la fin de l'horizon de projection : la baisse du chômage, l'amélioration des conditions du crédit et la faiblesse des taux d'intérêt auraient tendance à réduire le taux d'épargne dans certains pays, alors que les besoins actuels de désendettement et le lissage procyclique de la consommation le pousseraient à la hausse.

Encadré 1

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

Par rapport aux projections de septembre, les modifications des hypothèses techniques portent sur une hausse des taux d'intérêt et des cours du pétrole exprimés en dollars ainsi que sur une faible appréciation du taux de change effectif de l'euro. Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 17 novembre 2016. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à -0,3 % en 2016 et 2017, à -0,2 % en 2018 et à 0,0 % en 2019. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 0,8 % en 2016, 1,2 % en 2017, 1,5 % en 2018 et 1,7 % en 2019².

² 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.

Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux de 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 augmenter modestement en 2017 et poursuivre leur progression en 2018 et 2019. S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme et compte tenu de la moyenne de la période de deux semaines précédant la date d'arrêté du 17 novembre, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait baisser, revenant de 52,4 dollars en 2015 à 43,1 dollars en 2016, avant de progresser à nouveau pour atteindre 49,3 dollars en 2017, 52,6 dollars en 2018 et 54,6 dollars en 2019, soit une révision à la hausse d'environ 2 dollars en moyenne sur la période 2017-2018 par rapport aux projections de septembre. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux enregistrer un léger repli en 2016, suivi d'une augmentation en 2017 et au-delà³. 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'arrêté du 17 novembre. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,11 en 2016 et de 1,09 sur la période allant de 2017 à 2019, contre 1,11 dollar selon les projections de septembre. Comparé aux anticipations de l'exercice de septembre, le taux de change effectif nominal de l'euro (vis-à-vis des devises de 38 partenaires commerciaux) serait plus élevé de 0,2 % en 2016 et de 0,4 % en 2017.

Hypothèses techniques

	Décembre 2016				Septembre 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cours du pétrole (en dollars par baril)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Cours de change EUR/USD	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variation annuelle en pourcentage)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

La hausse de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. L'accélération anticipée de la croissance du revenu disponible nominal, le très bas niveau des taux hypothécaires et le manque de possibilités d'autres investissements devraient favoriser une reprise soutenue de l'investissement résidentiel. Ces perspectives favorables à l'investissement résidentiel ressortent également de l'augmentation du nombre de permis de construire délivrés et des demandes de prêts au logement, dans un contexte d'amélioration des conditions d'octroi du crédit bancaire caractérisé notamment par une baisse des marges sur les crédits standard. De surcroît, les processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de certains pays semblent être arrivés à leur terme et les prix des logements ont commencé à remonter. Néanmoins, l'effet modérateur exercé sur

³ 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 2017 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

l'investissement résidentiel par le fort taux de chômage et les hauts niveaux d'endettement des ménages dans certains pays ne devrait s'estomper que graduellement. Les niveaux déjà élevés de l'investissement résidentiel par rapport au revenu disponible et des évolutions démographiques défavorables pèsent sur la croissance de l'investissement résidentiel dans d'autres pays.

L'investissement des entreprises devrait quant à lui afficher une progression constante. Plusieurs facteurs devraient favoriser l'évolution de l'investissement des entreprises : la confiance des chefs d'entreprise continue de s'améliorer en raison de prévisions de production favorables, de carnets de commande toujours plus remplis et d'un renversement des anticipations relatives aux prix de vente ; l'utilisation des capacités de production est à son plus haut niveau depuis la mi-2008 ; les conditions de financement demeurent très avantageuses, renforcées par les mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE ; la demande intérieure devrait demeurer vigoureuse tandis que la demande extérieure se renforcerait ; la nécessité se fait sentir de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones ; les marges bénéficiaires devraient repartir à la hausse dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières (SNF) déjà doté de liquidités abondantes. De plus, le vif redressement des cours des actions observé ces dernières années ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont porté le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à des niveaux proches des points bas historiques dans le secteur des SNF. Néanmoins, la reprise de l'investissement des entreprises restera entravée par des rigidités sur les marchés des produits et par les anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé.

Les exportations hors zone euro devraient s'accélérer sur l'horizon de projection, globalement en phase avec la demande extérieure. La demande étrangère augmenterait à partir de la fin 2016 à la faveur des hausses de la demande d'importations émanant aussi bien des économies avancées que des pays émergents (dont la Russie et le Brésil). La croissance modérée des importations au Royaume-Uni devrait toutefois empêcher une augmentation plus marquée de la demande étrangère adressée à la zone euro. Globalement, les taux de croissance prévus de la demande étrangère demeureront bien en deçà des niveaux d'avant la crise⁴. À partir du quatrième trimestre 2016, le rythme des exportations hors zone euro devrait s'intensifier de façon similaire à celui de la demande extérieure. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient croître légèrement plus rapidement que les exportations hors zone euro et conformément à leur élasticité historique par rapport à la demande totale. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume devrait devenir plus favorable sur l'horizon de projection. Quant à l'excédent du compte courant, il devrait demeurer constant, atteignant environ 3,1 % du PIB.

⁴ Cf. IRC Trade Task Force, *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal*, Occasional Paper Series, n° 178, BCE, septembre 2016.

Encadré 2

L'environnement international

L'activité mondiale se renforcerait sur l'horizon de projection. Les données publiées depuis l'exercice de projection précédent semblent confirmer cette estimation pour la seconde moitié de l'année, suggérant une croissance relativement stable dans les économies avancées et une légère amélioration dans les pays émergents. À terme, l'activité économique mondiale devrait continuer de s'affermir, bien qu'à un rythme inférieur à celui d'avant la crise. Les perspectives concernant les économies aussi bien avancées qu'émergentes demeurent mitigées. Le maintien de politiques globalement accommodantes et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail devraient soutenir l'activité aux États-Unis, tandis que le rythme d'expansion resterait modéré au Japon et qu'une incertitude accrue pèserait sur les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie britannique. En outre, le ralentissement actuel de la croissance chinoise est susceptible d'exercer des tensions sur les perspectives économiques d'autres économies de marché émergentes, alors que l'allègement progressif des profondes récessions dans certains des plus grands exportateurs de matières premières continue de soutenir la croissance mondiale à plus long terme.

Après avoir montré des signes de faiblesse au premier semestre, le commerce mondial devrait avoir regagné une certaine vigueur au cours de la seconde partie de l'année. Hors zone euro, les importations mondiales ont été légèrement révisées à la hausse pour le premier semestre 2016 et les indicateurs disponibles donnent des signaux positifs quant aux perspectives de court terme. À moyen terme, les échanges internationaux devraient se renforcer, bénéficiant de la reprise de l'activité mondiale. La demande extérieure adressée à la zone euro s'accroîtrait de 1,5 % en 2016, 2,4 % en 2017, 3,4 % en 2018 et 3,6 % en 2019.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2016				Septembre 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	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.

Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016, les perspectives relatives à la reprise de l'économie mondiale et à la demande extérieure demeurent pratiquement inchangées.

L'écart de production négatif devrait se résorber d'ici la fin de l'horizon de projection, témoignant d'une croissance potentielle seulement modérée. Les estimations prévoient une croissance potentielle demeurant atone sur l'horizon de projection et bien en deçà du taux d'environ 1,7 % d'avant la crise. Le niveau modeste de la croissance potentielle traduit en premier lieu une contribution relativement faible du capital, faisant suite à une période prolongée d'investissements très bas. La contribution du travail devrait légèrement augmenter, reflétant un accroissement de la population en âge de travailler et une progression des taux d'activité imputable aux réformes structurelles. Elle demeurera toutefois

quelque peu inférieure à sa moyenne d'avant la crise du fait du vieillissement de la population. Vu que la croissance effective devrait s'inscrire dans une dynamique bien supérieure à celle, modérée, de la croissance potentielle, l'écart de production négatif se réduira de façon régulière et sera comblé d'ici la fin de l'horizon de projection.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait continuer de s'améliorer sur l'horizon de projection. L'emploi resterait sur sa lancée sur l'horizon de projection, quoiqu'à un rythme moins rapide qu'au cours des derniers trimestres. À court terme, cela traduit principalement une normalisation liée à la dissipation de certains facteurs temporaires favorables, tandis que, sur le reste de l'horizon, cela reflète principalement le fait que les pénuries affectant l'offre de main-d'œuvre qualifiée devraient devenir plus contraignantes dans certaines parties de la zone euro. Ces évolutions de l'emploi impliquent un rebond de la croissance de la productivité du travail, qui passerait de 0,3 % en 2016 à 0,9 % en 2019, signe d'un profil procyclique caractérisé par une augmentation de l'utilisation des facteurs travail et capital, une hausse du nombre d'heures travaillées par salarié et des gains de productivité globale des facteurs. Le taux de chômage reculerait, mais de façon plus modérée que récemment, la croissance de l'emploi ralentissant plus fortement que celle de la population active.

Par rapport aux projections de septembre 2016, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la hausse sur le court terme et est globalement inchangée au-delà. Cette amélioration des perspectives à court terme est la traduction d'évolutions plus favorables des indicateurs de court terme et des récentes bonnes surprises sur les marchés du travail et de l'immobilier.

2 Prix et coûts

La progression de l'IPCH devrait nettement s'accélérer, passant de 0,2 % en 2016 à 1,3 % en 2017, avant d'enregistrer des hausses plus légères, à 1,5 % en 2018 et 1,7 % en 2019. Entre 2016 et 2017, les prix de l'énergie devraient représenter environ quatre cinquièmes de la remontée de l'inflation mesurée par l'IPCH. L'affaiblissement du fort effet modérateur des reculs antérieurs des cours du pétrole, qui ont pesé sur l'inflation globale en 2015 et 2016, devrait considérablement alimenter cette dernière en 2017, particulièrement en début d'année. Par la suite, l'aplatissement de la courbe des contrats à terme implique une légère diminution du taux d'inflation de cette composante de l'IPCH durant le reste de l'année 2017 et des évolutions globalement neutres ensuite.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait progresser graduellement sur l'horizon de projection au vu de l'accentuation des tensions d'origine interne sur les coûts. Les améliorations de la situation sur les marchés du travail, qui se traduisent par une hausse constante de l'emploi, devraient y entraîner une diminution des capacités excédentaires, ce qui contribuerait à une augmentation notable des salaires et à une accélération de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre d'ici 2019. En ligne avec la résorption de l'écart de

production, les marges bénéficiaires devraient également encore s'amplifier, quoiqu'à un rythme globalement constant, voire plus lent qu'observé récemment. De plus, la dissipation des effets modérateurs générés par les reculs précédents des prix du pétrole et les augmentations attendues de ces derniers devraient contribuer à l'accélération de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires *via* des effets indirects. En revanche, l'atténuation des effets de hausse découlant de la dernière dépréciation de l'euro, associée aux effets baissiers produits par l'appréciation qui s'en est suivie, pèse sur les perspectives de hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Dans l'ensemble, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'élever à 0,9 % en moyenne en 2016 et progresser graduellement sur l'horizon pour atteindre 1,7 % en 2019. Elle devrait constituer le principal moteur du renforcement de la progression de l'IPCH à compter de la mi-2017.

Le retournement attendu des prix à l'importation explique en grande partie le renforcement anticipé de l'inflation sur le court terme. Après une période inhabituellement longue de baisses successives des prix à l'importation, leur taux de progression annuel devrait devenir positif en 2017. L'un des éléments clés de l'inversion attendue est la hausse escomptée des prix des matières premières, et du pétrole en particulier. De puissants effets de base haussiers jouent également un rôle significatif dans le retournement du taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation entre 2016 et 2017. Alimentées par la diminution des capacités de production inutilisées au plan mondial, les tensions inflationnistes croissantes exercées sur les prix hors matières premières à l'échelle internationale devraient encore renforcer celles qui pèsent sur les prix d'origine externe dans la zone euro. Même si elles devraient s'accroître, les tensions mondiales sur les prix demeureront modérées, atténuées par des capacités de production inutilisées toujours considérables au niveau international, dans les économies de marché avancées et émergentes, ainsi que par le degré élevé de concurrence qui en résulte avec les pays à faibles coûts.

La progression des salaires devrait s'accroître de manière notable sur l'ensemble de l'horizon à mesure que la sous-utilisation des capacités productives s'atténue et que d'autres facteurs s'estomperont peu à peu. La hausse de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,2 % en 2016 à 2,4 % en 2019. Les principaux facteurs à l'origine de cette hausse significative sont les améliorations attendues de la situation sur les marchés du travail et la progression anticipée de l'inflation, qui devraient se répercuter sur les évolutions des salaires, les processus de négociation salariale comportant une composante rétrospective non négligeable dans certains pays de la zone euro. Qui plus est, la nécessaire modération salariale dans certains pays, pour regagner en compétitivité-prix, ou la modération salariale contenue devrait s'estomper petit à petit sur l'horizon de projection. En outre, les effets modérateurs des réformes structurelles des marchés du travail mises en œuvre dans certains pays de la zone euro pendant la crise pourraient moins peser sur la croissance des salaires à mesure que la reprise conjoncturelle prend de l'ampleur. De plus, les effets de composition devraient s'atténuer, les créations d'emplois se généralisant et se concentrant moins qu'au

cours des dernières années dans les secteurs à faible productivité et, donc, à bas salaires.

Les marges bénéficiaires devraient continuer de s'accroître sur l'horizon de projection, bénéficiant de la poursuite de la reprise économique, mais à un rythme bien moins soutenu qu'en 2015. En 2015, elles ont été stimulées par la chute brutale des cours du pétrole, qui ne semble pas avoir été intégralement transmise aux prix à la consommation, mais aussi par l'atonie de l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre. Du fait de la dissipation de l'effet des prix du pétrole et des hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre survenues en 2016, un ralentissement de l'expansion des marges bénéficiaires est attendu. Globalement inchangé sur le reste de l'horizon de projection, le rythme modéré de l'augmentation des marges bénéficiaires est conforme à la reprise conjoncturelle prévue et à un certain effet modérateur engendré par la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Les perspectives d'évolution de l'IPCH sont pratiquement semblables à celles anticipées dans les projections macroéconomiques de septembre 2016. Si l'inflation sous-jacente est légèrement plus faible que lors de l'exercice de projection précédent, elle sera plus que compensée, en 2017, par une accentuation de la hausse des prix de l'énergie.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait être expansionniste en 2016 et globalement neutre sur la période allant de 2017 à 2019. 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 2016, l'orientation expansionniste des politiques budgétaires est essentiellement déterminée par des mesures discrétionnaires, tandis que des facteurs non discrétionnaires jouent un rôle mineur et sont largement liés à une légère diminution des recettes non fiscales.

Sur l'horizon de projection, tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios de dette publique devraient s'inscrire en baisse.

En 2016, la baisse des paiements d'intérêts et l'évolution positive de la composante conjoncturelle font plus que compenser la détérioration du solde primaire corrigé du cycle. De 2017 à 2019, la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle impliqueront une nouvelle réduction du déficit budgétaire, alors que le solde primaire ajusté du cycle restera inchangé. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection est principalement soutenue par l'écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt au regard des anticipations de reprise économique et de faiblesse des taux d'intérêt. L'excédent primaire s'avère également bénéfique pour la trajectoire prévue de la dette.

Par rapport aux projections publiées en septembre, les perspectives budgétaires restent globalement inchangées en ce qui concerne le ratio de

déficit, tandis que le ratio d'endettement public a été révisé à la hausse pour la période 2017-2018. La révision à la hausse du ratio de dette publique par rapport au PIB pour 2017 et 2018 reflète essentiellement une contribution moindre à la réduction de la dette de la différence entre taux de croissance et taux d'intérêt, entraînée par une révision baissière du PIB nominal de la zone euro.

Tableau 1

Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2016				Septembre 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB en volume ¹⁾	1,7 [1,6 - 1,8] ²⁾	1,7 [1,1 - 2,3] ²⁾	1,6 [0,6 - 2,6] ²⁾	1,6 [0,4 - 2,8] ²⁾	1,7 [1,5 - 1,9] ²⁾	1,6 [0,7 - 2,5] ²⁾	1,6 [0,4 - 2,8] ²⁾
Consommation privée	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Consommation publique	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
FBCF	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Exportations ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Importations ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Emploi	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Taux de chômage (% de la population active)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
IPCH	0,2 [0,2 - 0,2] ²⁾	1,3 [0,8 - 1,8] ²⁾	1,5 [0,7 - 2,3] ²⁾	1,7 [0,9 - 2,5] ²⁾	0,2 [0,1 - 0,3] ²⁾	1,2 [0,6 - 1,8] ²⁾	1,6 [0,8 - 2,4] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Rémunération par tête	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Productivité du travail	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Solde du compte courant (% du PIB)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Données corrigées du nombre de 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 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 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.

Encadré 3

Analyses de sensibilité et de scénarios

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de certaines variables clés. Certaines de ces variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, l'examen de 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 certaines hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces variables. De plus, il examine les implications que pourraient avoir certaines des politiques susceptibles d'être adoptées par le nouveau gouvernement américain pour les perspectives des économies américaine, mondiale et de la zone euro.

1) Une évolution 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 un renchérissement du pétrole, le prix du baril de pétrole brut Brent atteignant environ 55 dollars d'ici fin 2019. Cette évolution est cohérente avec une reprise modérée de la demande mondiale de pétrole, qui constitue un scénario associé au raffermissement du redressement économique à l'échelle internationale, ainsi qu'avec une légère diminution de l'offre de pétrole. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de l'Eurosysteme⁵ pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon laisse actuellement entrevoir une hausse plus forte des prix du pétrole sur l'horizon de projection qu'anticipé dans les hypothèses techniques. La concrétisation d'une trajectoire différente, à travers laquelle les cours du pétrole seraient supérieurs de 19 % au scénario de référence d'ici 2019, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une accélération plus rapide de la hausse de l'IPCH (de 0,1 point de pourcentage en 2017, 0,2 point de pourcentage en 2018 et 0,3 point de pourcentage en 2019).

Alors que le présent exercice de projection était clos, l'OPEP a convenu, le 30 novembre 2016, de réduire l'offre de pétrole, provoquant une hausse brutale des contrats à terme à brève échéance, suivie d'une trajectoire légèrement haussière plus loin dans l'horizon de projection. Si cette évolution des contrats à terme se vérifie, l'IPCH progressera plus fortement en 2017, mais l'incidence sur la trajectoire de l'inflation en 2018 et 2019 sera plus faible que dans le cas de la trajectoire ressortant du scénario de référence.

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

Cette analyse de sensibilité permet d'examiner, à titre d'exemple, l'incidence d'une évolution du taux de change de l'euro plus faible par rapport au scénario de référence. Les risques de dépréciation du taux de change de l'euro tiennent principalement à une divergence des orientations de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. En particulier, une augmentation moins graduelle que prévu du taux des fonds fédéraux aux États-Unis pourrait renforcer les pressions à la baisse sur l'euro. Une telle augmentation pourrait notamment refléter des anticipations de hausse

⁵ Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé *Prévoir le prix du pétrole*, Bulletin économique, numéro 4, BCE, 2015.

de l'inflation aux États-Unis, dans un contexte marqué par des politiques budgétaires expansionnistes et des tensions sur le marché du travail. Le schéma différent d'évolution du taux de change de l'euro est basé sur le 25^e percentile de la distribution fournie, le 17 novembre 2016, par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur 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 0,95 EUR/USD en 2019, soit 9,7 % en deçà de l'hypothèse de référence pour cette année-là. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 50 %. Cette hypothèse entraîne une divergence graduelle à la baisse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, qui s'établirait à 5,2 % en deçà du scénario de référence en 2019. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème va dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,2 et 0,3 point de pourcentage par an, et d'une progression de l'IPCH, à hauteur de 0,2 point de pourcentage en 2017 et de 0,4 à 0,5 point de pourcentage en 2018 et 2019.

3) Scénarios envisageables sous le nouveau gouvernement américain : implications pour les perspectives des économies américaine, mondiale et de la zone euro

Les changements politiques que la nouvelle administration américaine dirigée par le président élu Donald Trump est susceptible d'apporter ne sont encore qu'à l'état d'ébauche.

Les futures politiques menées par le nouveau gouvernement américain n'étant pas encore connues dans le détail, elles n'ont pas été prises en considération dans les projections de référence.

Toutefois, au cours de sa campagne, M. Trump a présenté un programme politique s'articulant autour des principaux axes suivants : a) un vaste plan de relance budgétaire comprenant probablement des réductions d'impôts sur le revenu pour les particuliers et sur les bénéfices pour les grandes entreprises ainsi que des hausses des dépenses d'infrastructures et de défense ; b) un durcissement de la politique d'immigration, et c) un protectionnisme commercial accru. Compte tenu des réserves suscitées par la forte incertitude qui entoure ces politiques futures, l'incidence des trois grands axes qui viennent d'être évoqués est examinée ci-dessous.

Les implications d'un tel train de mesures devraient être inflationnistes aux États-Unis, même si l'incidence sur l'activité dépendra des mesures effectivement choisies. Les mesures budgétaires stimuleront la croissance du PIB en volume ainsi que l'inflation mais cette stimulation pourrait bien être atténuée par une hausse des taux d'intérêt et une appréciation du dollar. Une politique d'immigration plus restrictive pourrait entraîner une réduction relativement modeste de l'activité si la baisse de la population active est largement compensée par une augmentation du taux de participation et de l'emploi dans les autres franges de la population nationale. Si d'autres pays que les États-Unis adoptaient à leur tour des politiques commerciales protectionnistes en imposant des tarifs douaniers à l'importation plus élevés, le ralentissement des exportations américaines qui s'ensuivrait pourrait causer une diminution du PIB en volume américain sur l'horizon de projection.

À l'échelle mondiale, les effets dépendront de la robustesse relative des différents canaux.

Si les économies émergentes sont durement frappées par des mesures protectionnistes, elles en constateront probablement les effets défavorables sur la croissance de leur PIB. En revanche, d'autres régions pourront initialement bénéficier de la relance budgétaire américaine et d'effets de substitution sur les échanges commerciaux.

S'agissant des répercussions sur la zone euro, plusieurs canaux sont à l'œuvre.

Premièrement, un assouplissement de la politique budgétaire aux États-Unis stimulerait la demande intérieure américaine, affaiblirait l'euro vis-à-vis du dollar et engendrerait une augmentation de la demande de biens et de services issus de la zone euro. Deuxièmement, aux États-Unis et dans les économies de marché émergentes, l'activité intérieure et les importations étant susceptibles de baisser en raison de la hausse des tarifs douaniers à l'importation et des autres politiques commerciales éventuellement mises en œuvre, les effets directs sur la demande impliqués par les politiques commerciales menées par les États-Unis pourraient être défavorables pour la zone euro. Néanmoins, si la zone euro n'est pas soumise à une augmentation des tarifs douaniers à l'importation, elle gagnera en compétitivité-prix par rapport aux pays ne bénéficiant pas d'un tel traitement, ce qui pourrait provoquer un effet de substitution mondial en faveur de la zone euro. Dans l'ensemble, toutefois, les retombées pour la zone demeurent très incertaines à ce stade et dépendent des politiques spécifiques que la nouvelle administration américaine choisira de mener.

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-dessous).

Comme il ressort du tableau ci-dessous, les prévisions actuellement disponibles des autres institutions concernant la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH se situent dans l'ensemble nettement à l'intérieur des intervalles des projections établies par les services de l'Eurosystème (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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projections des services de l'Eurosystème	Décembre 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Commission européenne	Novembre 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OCDE	Novembre 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Baromètre de la zone euro	Novembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus économique	Novembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Octobre 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
FMI	Octobre 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (automne 2016) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2016 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2016 ; Consensus économique, novembre 2016 ; MJEconomics pour le Baromètre de la zone euro, novembre 2016 ; Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), octobre 2016.

Note : 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 quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2016

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.