



Juin 2017

Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème¹

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, à un rythme plus rapide que prévu précédemment. La croissance annuelle du PIB en volume s'établirait à environ 1,8 % sur l'horizon de projection. Le redressement attendu de l'économie mondiale favorisera les exportations de la zone euro, tandis que l'orientation très accommodante de la politique monétaire, les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs et l'amélioration continue de la situation sur les marchés du travail devraient soutenir la demande intérieure sur la période considérée.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait présenter un profil d'évolution en forme de V, atteignant 1,6 % en 2019. Alors que la forte incidence à la hausse de la composante énergie de l'IPCH, constatée en 2017, diminuera en 2018 et 2019, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'accroîtra graduellement au fil du temps avec la résorption de la sous-utilisation des capacités productives.

1 L'économie réelle

L'orientation positive des indicateurs conjoncturels suggère la poursuite de la forte dynamique de l'activité économique à court terme, après une croissance solide au premier trimestre 2017. La situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer ces derniers mois. L'augmentation de la population active réduit les goulets d'étranglement qui pèsent sur la croissance de l'emploi dans certains pays de la zone euro et favorise le recul du chômage dans la plupart des pays de la zone. La confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, déjà forte, s'est encore

¹ Ces 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 pesant sur 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 l'opinion du Conseil des gouverneurs 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 16 mai 2017 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 23 mai 2017. Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2017-2019. 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 » du *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>.

raffermie au cours des derniers mois dans les différents secteurs et pays, laissant entrevoir la persistance d'une croissance robuste à court terme.

Sur l'horizon de projection, le PIB réel devrait croître de 1,9 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Plusieurs facteurs favorables devraient continuer de soutenir la demande intérieure sur cette période. La transmission à l'économie de l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE se poursuit et les niveaux futurs des taux d'intérêt anticipés par les marchés, tels qu'intégrés dans les hypothèses techniques sur lesquelles reposent ces projections, demeurent faibles sur la période considérée. Le rebond des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) se confirme, favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt, l'augmentation de la demande de crédit et les conditions avantageuses de l'offre de crédit. La demande intérieure est également confortée par une nouvelle amélioration de la situation sur les marchés du travail et une diminution des besoins de désendettement. Le redressement de l'économie mondiale devrait aussi se renforcer sur l'horizon de projection, ce qui stimulera les exportations de la zone euro.

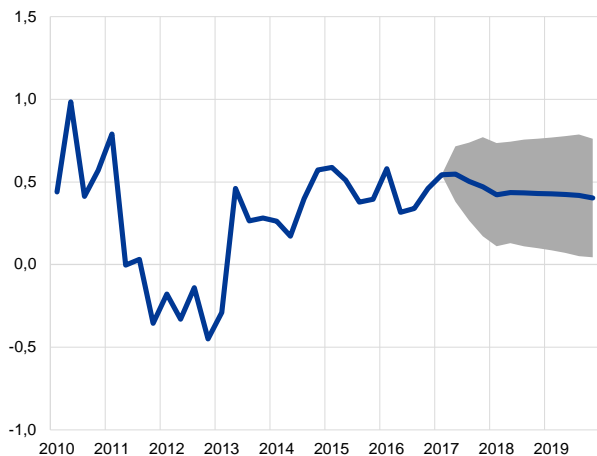
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

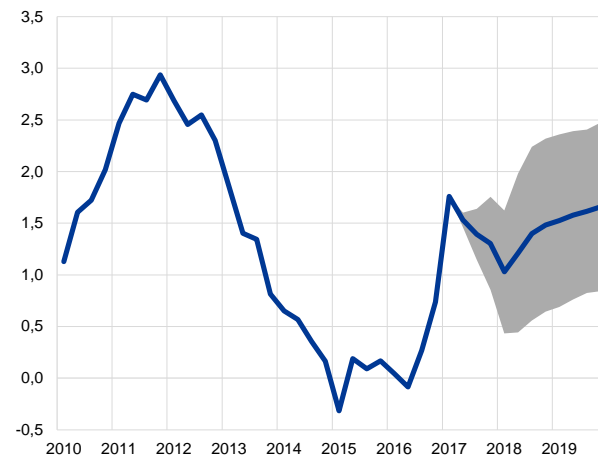
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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 reprise de la consommation privée devrait se poursuivre, mais de façon un peu moins vigoureuse qu'en 2016. La confiance des consommateurs s'est encore raffermie au cours des derniers mois dans l'ensemble des pays, atteignant des niveaux bien supérieurs à leurs moyennes de long terme, à la faveur d'un renforcement des attentes économiques générales et des perspectives financières individuelles. L'évolution à court terme de la consommation privée est également soutenue par l'amélioration continue, dernièrement, de la situation sur les marchés du travail.

La croissance du revenu nominal disponible devrait s'accroître progressivement sur l'horizon de projection, même si la hausse de l'inflation pèsera sur le pouvoir d'achat réel des ménages. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu nominal disponible devrait augmenter sur la période considérée, confortée par la croissance continue de l'emploi et par une accélération de la hausse de la rémunération par tête. L'augmentation du revenu réel disponible fléchirait sensiblement en 2017, traduisant principalement le renchérissement prévu de l'énergie, puis se redresserait progressivement.

Renforcée par les mesures de politique monétaire de la BCE, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires devrait favoriser la croissance de la consommation privée. Si le bas niveau des taux d'intérêt affecte tant les intérêts reçus que 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 continuer de soutenir la consommation agrégée. De plus, les progrès accomplis en matière de désendettement stimuleraient aussi la consommation.

Ayant cessé de progresser sous l'effet des cours du pétrole, le taux d'épargne devrait demeurer globalement stable sur l'horizon de projection. Cette stabilité globale masque des facteurs agissant en sens opposé au sein de la zone euro. Des tensions à la baisse résultent de la diminution du chômage, de l'amélioration des conditions de crédit et du bas niveau des taux d'intérêt, alors que des pressions haussières découlent des besoins persistants de réduire l'endettement brut et du lissage de la consommation dans le contexte de la reprise conjoncturelle. Dans l'ensemble, la croissance annuelle de la consommation privée devrait ralentir, revenant de 1,9 % en 2016 à environ 1,5 % entre 2017 et 2019.

Encadré 1

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

Par rapport aux projections de mars 2017, les hypothèses techniques comprennent une baisse sensible des cours du pétrole exprimés en dollars, une appréciation du taux de change effectif de l'euro et une diminution des taux d'intérêt à long terme. Les hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt et les prix des matières premières sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 16 mai 2017. 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 2017, -0,2 % pour 2018 et 0,0 % pour 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 1,2 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,8 % en 2019². Par comparaison avec les projections de mars 2017, les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt à court terme restent globalement inchangées, tandis que les attentes en matière de taux à long terme ont été révisées à la baisse de 10 à 20 points de base.

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'arrêté du 16 mai, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 44,0 dollars en 2016 à 51,6 dollars en 2017 puis rester autour de ce niveau en 2018 et 2019. Cette tendance implique, en comparaison avec les projections de mars 2017, des prix du pétrole exprimés en dollars inférieurs de 8,6 % en 2017, de 9,1 % en 2018 et de 7,9 % en 2019. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter sensiblement en 2017 puis un peu plus modérément 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 16 mai. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,08 en 2017 et de 1,09 entre 2018 et 2019, contre 1,07 dollar dans les projections de mars 2017. Comparé aux anticipations de l'exercice de mars 2017, le taux de change effectif de l'euro (vis-à-vis des devises de 38 partenaires commerciaux) est supérieur de 0,6 % en 2017 et d'environ 1,0 % entre 2018 et 2019.

Hypothèses techniques

	Juin 2017				Mars 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Cours du pétrole (en dollars par baril)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Taux de change EUR/USD	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

La reprise de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre.

L'investissement en logement s'est nettement accru en 2016, renforcé par une vive

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.

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 deuxième trimestre 2018 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

progression du revenu disponible et des conditions de financement favorables. Les conditions fondamentales nécessaires à la continuation du redressement de l'investissement résidentiel demeurent réunies. L'évolution positive de ce type d'investissement ressort de l'augmentation du nombre de permis de construire et des demandes de prêts au logement dans un contexte d'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires. Les perspectives favorables en matière de revenu et les conditions de financement avantageuses continuent de soutenir la tendance haussière observée actuellement sur les marchés de l'immobilier résidentiel. Néanmoins, la croissance de l'investissement résidentiel devrait s'essouffler quelque peu sur l'horizon de projection, reflétant la dissipation de l'incidence des incitations fiscales dans certains pays et les tendances démographiques défavorables qui devraient faire sentir leurs effets à un certain moment.

L'investissement des entreprises devrait évoluer en phase avec la reprise conjoncturelle. Alors que la demande extérieure se renforce et que les mesures budgétaires produisent leurs effets dans certains pays, la reprise de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre. Celle-ci est favorisée par plusieurs facteurs : la confiance des chefs d'entreprise, qui s'est encore améliorée en raison de prévisions de production très favorables, de carnets de commandes de plus en plus remplis et d'un renversement des anticipations relatives aux prix de vente ; début 2017, l'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter à des niveaux moyens supérieurs à ceux d'avant la crise ; les conditions de financement ne devraient se resserrer que légèrement sur l'horizon de projection et demeurer très avantageuses ; il est nécessaire de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissement atones ; et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des SNF déjà doté de liquidités abondantes. En outre, le net redressement des cours des actions enregistré ces dernières années ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont ramené le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à des niveaux historiquement bas dans le secteur des SNF. Certains facteurs devraient cependant continuer de peser sur les perspectives d'investissement des entreprises. Il s'agit notamment des anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé et des limites quant à la capacité d'intermédiation des banques dans certains pays.

Encadré 2

L'environnement international

La reprise de l'activité économique mondiale devrait se poursuivre. La croissance du PIB mondial a fléchi au premier trimestre 2017, mais les indicateurs et les enquêtes de confiance indiquent un rebond dans les prochains mois. Les conditions financières restent favorables dans les économies avancées, soutenues par les politiques monétaires accommodantes qui y sont menées ainsi que par les anticipations de mesures de relance budgétaire aux États-Unis. Les marchés financiers des économies de marché émergentes sont aussi repartis en hausse après les résultats des élections américaines fin 2016. À plus long terme, l'activité mondiale devrait s'accélérer légèrement. Les perspectives relatives aux économies avancées incluent une poursuite de la reprise conjoncturelle liée à la réduction progressive de leurs écarts de production. En ce qui concerne les économies de marché émergentes, la croissance devrait se maintenir dans les pays

importateurs de matières premières comme l'Inde et la Chine, tandis que l'activité devrait atteindre un point bas, au terme de profondes récessions, dans les pays exportateurs de matières premières. L'activité mondiale (à l'exclusion de la zone euro) devrait progresser de 3,5 % en 2017 et de 3,8 % en 2018 et 2019, sans changements par rapport à l'exercice de projection précédent.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

Les échanges mondiaux devraient augmenter progressivement sur l'horizon de projection, après un renforcement significatif au cours des derniers mois. À moyen terme, le commerce mondial devrait croître en phase avec la reprise de l'activité mondiale. Par rapport aux projections de mars 2017, la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée en hausse pour 2017, principalement sous l'effet de données récentes meilleures que prévu.

Les exportations hors zone euro devraient être soutenues par la reprise de la demande mondiale. Selon les estimations, la demande extérieure adressée à la zone euro s'est renforcée au second semestre 2016 et début 2017 sous l'effet d'une hausse de la demande d'importations émanant aussi bien des économies avancées (notamment les États-Unis et le Japon) que des pays émergents (la Chine, la Russie et le Brésil en particulier). Dans la période à venir, cette demande devrait progresser à la fois dans les économies de marché avancées et émergentes, tout en demeurant modérée au Royaume-Uni. Les exportations hors zone euro bénéficieraient de l'augmentation de la demande extérieure sur l'horizon de projection. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient quant à elles croître plus rapidement que les exportations hors zone euro, conformément à leur élasticité historique par rapport à la demande totale. L'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro devrait quelque peu diminuer sur la période considérée, en partie en raison de la dissipation des effets antérieurs des cours du pétrole sur les termes de l'échange.

L'écart de production négatif se résorberait sur l'horizon de projection. La croissance potentielle serait, selon les estimations, légèrement supérieure à 1 % sur l'horizon de projection et resterait donc nettement en deçà du taux de croissance projeté du PIB en volume, qui se situe à environ 1,8 %. L'atonie de la croissance potentielle traduit en premier lieu une contribution relativement faible du capital, faisant suite à une période prolongée d'investissement historiquement faible. La contribution du travail devrait augmenter, sous l'effet d'une progression des taux d'activité imputable aux réformes structurelles passées. La contribution de la main-d'œuvre restera néanmoins un peu inférieure à sa moyenne d'avant la crise en

raison du vieillissement de la population. La contribution de la productivité globale des facteurs ne devrait être que légèrement inférieure à son niveau d'avant la crise.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait encore s'améliorer sur l'horizon de projection. La hausse de l'emploi devrait se poursuivre sur la période considérée mais ralentira progressivement. À court terme, cette évolution reflète principalement la dissipation de certains facteurs temporaires favorables à la croissance de l'emploi. Sur le reste de l'horizon, les pénuries de main-d'œuvre qualifiée devraient devenir plus contraignantes dans certains pays, ralentissant la croissance de l'emploi et conduisant à une augmentation du nombre d'heures travaillées par salarié. Ces évolutions en matière d'emploi impliquent un rebond de la croissance de la productivité du travail, signe d'une augmentation de l'utilisation des facteurs travail et capital dans le contexte d'une réduction de la sous-utilisation des capacités. Le taux de chômage devrait revenir à 8,3 % en 2019 mais rester à un niveau supérieur à celui d'avant la crise (7,5 % en 2007).

En comparaison avec les projections de mars 2017, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la hausse. La très grande confiance manifestée par les consommateurs et les chefs d'entreprise ainsi que le renforcement de la demande extérieure suggèrent une croissance à court terme légèrement plus forte que prévu précédemment. Au-delà du court terme, les incidences haussières résultant de la baisse des prix du pétrole et des taux d'intérêt à long terme mais aussi de la hausse des cours boursiers ainsi que des investissements et de la consommation publics ne sont que partiellement atténuées par les effets à la baisse de l'appréciation du taux de change de l'euro.

2 Prix et coûts

La hausse moyenne de l'IPCH s'établirait à 1,5 % en 2017. Elle devrait ensuite fléchir, à 1,3 %, en 2018, avant de s'accroître, à 1,6 %, en 2019. Le profil en forme de « V » de l'inflation globale sur l'horizon de projection s'explique essentiellement par les évolutions divergentes de la composante énergie et de la composante hors énergie et produits alimentaires de l'IPCH. La composante énergie de l'IPCH devrait augmenter fortement en 2017 par rapport à 2016, avant une progression plus modérée par la suite, sous l'effet du renchérissement récent du pétrole et du profil relativement plat de la courbe des contrats à terme sur le pétrole. La contribution positive de la composante énergie de l'IPCH à l'inflation globale, qui devrait atteindre 0,4 point de pourcentage en 2017, devrait nettement diminuer au cours des deux années à venir.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer graduellement sur l'horizon de projection. Le raffermissement attendu de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires résulterait essentiellement de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, sur fond d'accentuation et de consolidation de la reprise. Cette évolution s'explique notamment par l'atténuation anticipée de la sous-utilisation des capacités productives, qui devrait soutenir la croissance des salaires. En outre, certains facteurs ayant freiné la croissance des salaires ces dernières

années, comme la nécessité de regagner de la compétitivité-prix dans certains pays, devraient s'estomper progressivement, ce qui devrait favoriser encore l'accélération anticipée du taux de croissance de la rémunération par tête. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'accélérer légèrement plus faiblement que la croissance des salaires sur l'horizon de projection. Le rebond des cours du pétrole depuis début 2016 devrait également alimenter quelque peu, indirectement, ces tensions haussières sur les coûts, via des coûts de production plus élevés et leurs répercussions sur les salaires nominaux, compte tenu des délais de transmission habituels.

Les tensions sur les prix d'origine externe ne devraient plus peser sur les prix à la consommation au sein de la zone euro sur l'horizon de projection. Après quatre années de fléchissement des prix à l'importation, leur taux de progression annuel devrait redevenir positif en 2017. Ce retournement résulte essentiellement du rebond des cours du pétrole et des matières premières hors énergie depuis 2016. Le ralentissement ultérieur de la hausse des prix à l'importation reflète aussi les évolutions modérées des cours des matières premières. Au-delà des cours des matières premières, les tensions inflationnistes mondiales devraient, plus généralement, s'accroître progressivement. Une hausse graduelle des coûts de production mondiaux est anticipée, à la faveur d'une diminution de la sous-utilisation des capacités mondiales. Cela étant, le niveau toujours élevé des capacités de production inutilisées au niveau international et la concurrence intense avec les pays à faibles coûts freineront les tensions mondiales sur les prix.

L'amélioration des conditions sur les marchés du travail devrait constituer le principal moteur de la hausse des tensions sur les coûts intérieurs dans les prochaines années. La croissance de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,7 % en 2017 à 2,4 % en 2019. La réduction de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro et les pénuries croissantes de main-d'œuvre dans certaines régions de la zone euro apparaissent comme des facteurs majeurs dans cette accélération de la hausse des salaires. Au-delà, la récente accélération significative de l'inflation globale devrait se traduire par des hausses plus fortes des salaires nominaux dans les pays de la zone euro dont le processus de formation des salaires intègre des éléments de prix rétrospectifs. Cet effet pourrait toutefois peser davantage à compter de 2018 dans la mesure où, dans plusieurs pays, la plupart des négociations salariales sont d'ores et déjà conclues pour 2017. Cela étant, il pourrait rester limité, car il ne s'applique que dans les pays où l'indexation (implicite) des salaires est liée à l'inflation globale. Cet effet est par ailleurs affaibli par la décision de plusieurs pays, ces dernières années, de réduire le degré d'indexation des salaires sur l'inflation. L'accélération anticipée de la croissance de la productivité sur l'horizon de projection devrait également renforcer quelque peu la dynamique haussière de la croissance des salaires. De plus, une série de facteurs ayant une incidence négative sur la croissance des salaires devraient s'estomper sur l'horizon de projection. Il s'agit, notamment, de la modération salariale contenue au regard des rigidités contraignantes à la baisse observées sur les salaires nominaux pendant la crise. En outre, les mesures prises dans certains pays en vue d'alléger les cotisations de sécurité sociale et de contenir les salaires dans le secteur public devraient arriver à échéance.

Un élargissement des marges bénéficiaires est anticipé sur l'horizon de projection, à un rythme légèrement plus rapide que celui observé récemment.

Du fait de la dissipation de l'effet modérateur des hausses récentes des cours du pétrole sur les marges bénéficiaires, ces dernières devraient progresser légèrement plus rapidement qu'au cours des derniers trimestres, portées par la poursuite de la reprise économique. L'amplification escomptée de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre et des tensions concurrentielles à l'échelle internationale devrait toutefois freiner quelque peu l'élargissement des marges bénéficiaires sur l'horizon.

Par rapport aux projections de mars 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse. Des cours du pétrole plus faibles que dans les projections de mars 2017 impliquent en effet une révision à la baisse de la composante énergie de l'IPCH pour 2017 et 2018. De la même manière, les projections des prix des produits alimentaires ont été ajustées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection. En outre, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a été révisée à la baisse pour les années 2018 et 2019. Cet ajustement baissier reflète en partie les effets indirects de la diminution des cours du pétrole et de la faible appréciation du taux de change de l'euro, mais aussi des perspectives plus modérées en matière de tensions sous-jacentes sur les coûts et les prix dans plusieurs économies de la zone euro.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait être globalement neutre sur la période 2017-2019. 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. Sur l'ensemble de l'horizon, les facteurs non discrétionnaires ainsi que les mesures discrétionnaires devraient avoir une incidence neutre.

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

L'amélioration du solde budgétaire résulte de la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts sur l'horizon et de l'embellie de la composante conjoncturelle, qui compensent largement la légère détérioration du solde primaire corrigé du cycle. La réduction progressive de la dette des administrations publiques sur l'horizon de projection découle du différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance⁴ ainsi que des excédents primaires projetés.

Par rapport aux projections publiées en mars 2017, les perspectives concernant les déficits budgétaires et les ratios de dette sont globalement inchangées.

⁴ Le différentiel est calculé comme la différence entre le taux d'intérêt effectif nominal de la dette et le taux de croissance du PIB nominal.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2017				Mars 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB en volume	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾
Consommation privée	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Consommation publique	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
FBCF	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Exportations ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Importations ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Emploi	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Taux de chômage (% de la population active)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
IPCH	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Rémunération par tête	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Productivité du travail	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Solde du compte courant (% du PIB)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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 » 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

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.

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 profil relativement plat d'évolution des cours du pétrole, le prix du baril de pétrole brut Brent fluctuant autour de 51,5 dollars jusqu'à 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. La prolongation récente de l'accord de l'OPEP ne s'est pas traduite, à ce jour, par un relèvement de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, probablement en raison des stocks, qui sont proches de leur niveau record, de la possible augmentation de la production d'huile de schiste et des inquiétudes relatives au non-respect de l'accord par certains des principaux producteurs. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de l'Eurosystème⁵ 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 7,2% au scénario de référence d'ici 2019, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une faible accélération de la hausse de l'IPCH (de 0,1 point de pourcentage en 2018 et 0,2 point de pourcentage en 2019).

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 proviennent principalement d'une divergence plus forte que prévu actuellement de l'orientation de la 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. Cela peut refléter, notamment, la hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis du fait des politiques budgétaires expansives 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 par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change EUR/USD au mardi 16 mai 2017. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,06 EUR/USD en 2019, soit 3% 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

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

historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52 %. 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 1,8% 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 hausse de l'IPCH et de la croissance du PIB de 0,1 et 0,2 point de pourcentage, respectivement, en 2018 et 2019.

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 globalement 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projections des services de l'Eurosystème	Juin 2017	1,9	1,8	1,7	1,5	1,3	1,6
		1,6 - 2,2	0,8 - 2,8	0,6 - 2,8	1,4 - 1,6	0,6 - 2,0	0,7 - 2,5
La Commission européenne	Mai 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCDE.	Juin 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Baromètre de la zone euro	Mai 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus économique	Mai 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Avril 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
FMI	Avril 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (automne 2017) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2017 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2017 ; Consensus économique, novembre 2017 ; MJEconomics pour le Baromètre de la zone euro, novembre 2017 ; Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), octobre 2017.

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 ce point, sur quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2017

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 2529-4709 (pdf)

N° de catalogue UE QB-CF-17-002-FR-N (pdf)