



Septembre 2016

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

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, mais les taux de croissance seraient légèrement inférieurs à ceux envisagés dans les projections de juin 2016. Une forte révision à la baisse de la demande étrangère, principalement imputable à une demande d'importations bien plus faible du Royaume-Uni depuis le référendum organisé sur l'appartenance à l'Union européenne, devrait freiner la croissance des exportations de la zone euro. Néanmoins, le vote en faveur du « Brexit » n'a eu, jusqu'ici, qu'une influence limitée sur les indicateurs du sentiment d'incertitude et du climat des affaires de la zone euro, les perspectives de reprise restant ainsi largement intactes. Sur l'horizon de projection, l'orientation accommodante de la politique monétaire, les cours toujours relativement bas du pétrole, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs devraient favoriser la croissance de la demande intérieure dans un contexte de redressement progressif de l'économie mondiale. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018.

La progression moyenne de l'IPCH s'établirait à 0,2 % en 2016, sensiblement bridée par une contribution négative de l'évolution de la composante énergie de l'IPCH liée à la chute brutale précédente des prix du pétrole. Alors que cet effet se dissiperait début 2017, la hausse de l'IPCH devrait s'accroître substantiellement pour atteindre 1,2 % plus tard dans l'année. Le redressement économique en cours et la résorption de la sous-utilisation des capacités productives devraient graduellement pousser à la hausse l'augmentation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur l'horizon de projection, ce qui devrait soutenir une nouvelle progression de l'inflation globale à 1,6 % en 2018.

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A guide to 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 11 août 2016 (cf. l'encadré 2). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 18 août 2016, sauf pour l'Allemagne et l'Espagne, dont les publications du PIB des 24 et 25 août, respectivement, ont été incluses.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2016-2018. Les projections calculées sur un horizon aussi long étant très incertaines, il convient de les interpréter avec beaucoup de précautions. Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme* publié dans le Bulletin mensuel de la BCE de mai 2013.

1 L'économie réelle

La reprise de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre. Le PIB de la zone euro pour 2015 a été revu en hausse notable en raison d'une forte correction haussière du PIB irlandais résultant essentiellement de la restructuration de grandes entreprises multinationales et de l'accroissement considérable du montant des actifs immobilisés en Irlande qu'elle a entraîné. Cette révision laisse entrevoir un changement de niveau des chiffres relatifs au PIB mais ne traduit pas un renforcement de la dynamique de fond de la croissance, que ce soit dans la zone euro ou dans l'économie irlandaise. Selon la dernière estimation d'Eurostat, au second trimestre 2016, la croissance du PIB en volume s'est normalisée à 0,3 %, après 0,5 % au premier trimestre, quand les effets favorables de certains facteurs temporaires se sont estompés. En dépit du résultat du référendum organisé au Royaume-Uni, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs de la zone euro a plutôt bien résisté et les indicateurs relatifs à la volatilité des marchés financiers et à l'incertitude macroéconomique générale se sont maintenus à de faibles niveaux (cf. l'encadré 1). Ces indicateurs vont dans le sens d'une croissance économique soutenue dans un proche avenir.

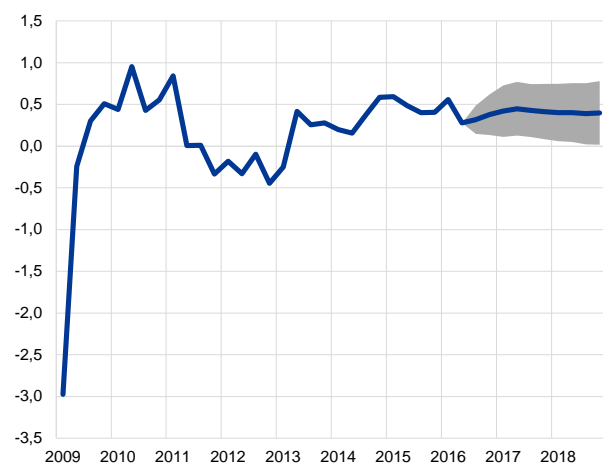
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

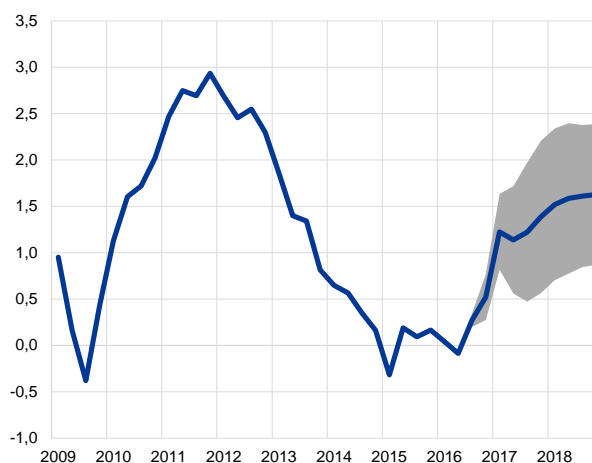
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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.

Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018. La vigueur de la demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance du PIB en volume, tout comme notamment l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et les politiques budgétaires expansionnistes menées en 2016. La croissance des exportations devrait

s'accélérer quelque peu du fait de la reprise graduelle escomptée de l'économie mondiale mais sera inférieure à celle des importations, la contribution négative des exportations nettes se dissipant progressivement sur l'horizon de projection.

Encadré 1

Conséquences, pour les perspectives économiques de la zone euro, du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne (UE)

La décision du Royaume-Uni de quitter l'UE devrait avoir une incidence défavorable sur l'économie de la zone euro, principalement via les liens commerciaux, alors que les perspectives de l'économie britannique ont significativement été revues à la baisse.

Le scénario de référence actuel du Royaume-Uni est basé sur une accumulation prolongée des incertitudes qui entourent l'activité économique. La croissance du PIB britannique devrait nettement se tasser au second semestre 2016 et en 2017. Ce ralentissement résulterait d'un recul marqué de l'investissement et d'une décélération de la progression de la consommation privée. L'hypothèse a été posée que les incertitudes relatives au résultat des négociations commerciales exerceront une pression supplémentaire sur les variables ayant trait aux échanges commerciaux, les entreprises étant susceptibles d'hésiter à s'engager dans de nouveaux accords commerciaux à plus long terme tant que l'avenir des relations entre le Royaume-Uni et l'UE ne sera pas défini. Ce facteur ainsi que le recul du taux de change de la livre sterling expliquent que les importations britanniques ont sensiblement été revues à la baisse sur l'horizon de projection par rapport aux projections de juin 2016. La croissance des exportations britanniques a également subi une correction baissière, quoique de moindre ampleur, puisqu'elle devrait être soutenue en partie par la dépréciation de la livre en termes effectifs. L'activité économique au Royaume-Uni devrait légèrement se redresser en 2018 grâce à la politique monétaire expansionniste menée.

L'activité dans la zone euro devrait principalement être affectée par le repli des exportations.

Si l'on tient également compte de ses répercussions mondiales, le *Brexit* aura des effets baissiers considérables sur la demande étrangère adressée à la zone euro sur l'horizon de projection, à hauteur d'environ 1,3 point de pourcentage au total. Les effets néfastes de la baisse de la demande étrangère sur la croissance du PIB en volume varient d'un pays de la zone euro à l'autre, en fonction des liens commerciaux qu'ils entretiennent avec le Royaume-Uni. Outre les effets sur les échanges commerciaux, on observe, sur les taux de change, des retombées variables d'un pays à l'autre entraînées par la forte dépréciation de la livre sterling par rapport à l'euro qui a suivi le référendum du Royaume-Uni. Toutefois, pour l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande, l'appréciation de l'euro vis-à-vis de la livre a été plus que compensée par sa dépréciation par rapport aux autres grandes devises en termes effectifs. De plus, depuis le référendum, les taux d'intérêt à long terme ont été soumis à de significatives révisions à la baisse qui pourraient refléter l'évolution des anticipations relatives aux futures politiques monétaires de la zone euro et à l'échelle mondiale. Ces deux facteurs atténuent l'incidence négative du *Brexit* sur les perspectives de croissance de la zone euro.

La projection ayant trait à la croissance dans la zone euro inclut également d'autres incidences baissières spécifiques à chaque pays.

Il s'agit, par exemple, des effets négatifs sur la confiance observés dans certains pays entretenant des liens étroits avec le Royaume-Uni ou de

l'affaiblissement du tourisme et des évolutions défavorables du marché immobilier dans quelques pays. De plus, étant donné que la correction à la baisse des perspectives de la croissance britannique résulte essentiellement d'une diminution beaucoup plus prononcée des investissements, elle touchera de façon disproportionnée les partenaires commerciaux qui fournissent des biens d'équipement au Royaume-Uni.

Les projections pour la zone euro sont soumises à de sérieux risques à la baisse liés au *Brexit*. Les négociations menées entre le Royaume-Uni et l'UE pourraient s'avérer plus ardues que prévu, accentuant encore la pression sur les perspectives d'évolution des échanges commerciaux. Par ailleurs, la persistance des incertitudes pourrait entraîner une détérioration de la confiance ainsi qu'une baisse de l'activité économique sur l'horizon de projection. Le recul de la demande britannique de logements étrangers est également susceptible d'influer négativement sur les évolutions de l'investissement résidentiel dans certaines économies de la zone euro. Dans le même temps, des risques à la hausse peuvent être identifiés dans certains pays de la zone euro concernant la relocalisation de services financiers ou de flux d'investissements directs étrangers (IDE) destinés au Royaume-Uni et qui sont désormais orientés vers les pays d'origine ou d'autres pays de la zone euro.

Les dépenses de consommation privée devraient croître considérablement cette année et rester robustes par la suite. La confiance des consommateurs demeure bien supérieure à ses niveaux moyens historiques, allant dans le sens d'une croissance continue de la consommation privée au deuxième semestre 2016. Les perspectives de croissance du revenu nominal disponible restent positives, la hausse de l'emploi étant accompagnée d'un léger renforcement du taux de croissance de la rémunération par tête. Les autres revenus des ménages devraient contribuer de façon positive à la croissance du revenu nominal disponible, suivant globalement les évolutions des bénéfices. Le rythme de progression du revenu réel disponible devrait quant à lui s'accélérer en 2016 avant de ralentir en 2017 et par la suite, reflétant essentiellement l'évolution de la hausse des prix de l'énergie. Favorisée par les mesures de politique monétaire de la BCE, l'amélioration des conditions d'octroi du crédit bancaire devrait soutenir la croissance de la consommation privée. Les taux d'intérêt plus bas ont affecté les intérêts perçus et payés par les ménages dans des proportions similaires, laissant le revenu d'intérêts nets moyen des ménages de la zone euro largement inchangé. Parallèlement, cette évolution redistribue les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les épargnants nets, cette redistribution de la baisse des intérêts perçus et versés devrait favoriser encore la consommation agrégée. En outre, les progrès réalisés en matière de désendettement devraient jouer en faveur de la croissance de la consommation privée. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée atteindrait, en moyenne, 1,7 % en 2016, 1,6 % en 2017 et 1,5 % en 2018.

Le taux d'épargne devrait reculer jusqu'au milieu de l'année 2017 et resterait stable par la suite. Le taux d'épargne aurait légèrement augmenté au cours du second semestre 2015 et cette tendance se serait confirmée au premier

semestre 2016, traduisant les répercussions, partielles et graduelles, des hausses du revenu réel liées aux cours du pétrole sur les dépenses de consommation. Cette incidence à la hausse exercée sur le taux d'épargne devrait être temporaire et sa dissipation implique un recul de celui-ci entre la fin 2016 et la mi-2017. Dès lors, le taux d'épargne stagnerait jusqu'à la fin de l'horizon de projection, traduisant plusieurs facteurs agissant en sens opposé. Si la baisse du chômage, l'amélioration des conditions du crédit et la faiblesse des taux d'intérêt suggèrent une réduction du taux d'épargne dans certains pays, les besoins de désendettement sont, au contraire, susceptibles de l'accroître dans quelques pays vulnérables.

Encadré 2

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

Par rapport aux projections de juin, les modifications des hypothèses techniques portent sur une légère baisse des cours du pétrole exprimés en dollars, sur une faible dépréciation du taux de change effectif de l'euro et sur un recul significatif des taux à long terme de marché.

Hypothèses techniques

	Septembre 2016				Juin 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cours du pétrole (en dollars par baril)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Cours de change EUR/USD	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variation annuelle en pourcentage)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 11 août 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 à -0,4 % en 2017 et 2018. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 0,7 % en 2016, 0,6 % en 2017 et 0,8 % en 2018². Reflétant l'évolution des

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.

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 diminuer quelque peu en 2016, continuer de se détendre modérément en 2017 et augmenter légèrement en 2018. 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'arrêt du 11 août, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait baisser, revenant de 52,4 dollars en 2015 à 42,8 dollars en 2016, avant de progresser à nouveau pour atteindre 47,4 dollars en 2017 et 50,6 dollars en 2018, soit une révision à la baisse d'environ 1 dollar en moyenne sur l'horizon de projection par rapport aux projections de juin. 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 2018³. 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 11 août. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,11 sur l'horizon de projection, contre 1,14 dollar dans les projections de juin. Malgré la forte dépréciation de la livre sterling par rapport à l'euro ayant suivi le référendum du Royaume-Uni, le taux de change effectif nominal de l'euro (vis-à-vis des devises de 38 partenaires commerciaux) est inférieur de 0,5 % en 2016 et de 0,9 % en 2017 et 2018 aux anticipations de l'exercice de juin.

L'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se redresser modestement.

L'accélération anticipée de la croissance du revenu disponible nominal ainsi que le très bas niveau des taux hypothécaires devraient favoriser une reprise soutenue de l'investissement résidentiel. Cela ressort également de la progression du nombre de permis de construire délivrés et de l'augmentation de la demande de prêts au logement dans un contexte d'amélioration des conditions d'octroi du crédit bancaire. 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. Ceci étant, les niveaux élevés du chômage et de l'endettement des ménages dans certains pays ainsi que des évolutions démographiques défavorables freinent l'augmentation de l'investissement résidentiel.

L'investissement des entreprises devrait poursuivre sa reprise. Plusieurs facteurs devraient favoriser une reprise de l'investissement : la confiance continue de s'améliorer en raison de prévisions de production favorables et d'un renversement des anticipations relatives aux prix de vente ; l'utilisation des capacités de production a augmenté au-delà de sa moyenne de long terme ; les conditions de financement et d'octroi du crédit bancaire se sont considérablement améliorées, sous l'effet des 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

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 troisième trimestre de 2017 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

plusieurs années d'investissements atones ; et les marges bénéficiaires s'amplifieraient 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 ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont ramené le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à des niveaux proches des points bas historiques dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, la reprise de l'investissement des entreprises restera entravée par des rigidités sur les marchés du travail et des produits et par des anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé.

Les exportations hors zone euro subissent le contrecoup de la révision à la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro, essentiellement liée à la dégradation des perspectives au Royaume-Uni. La demande étrangère n'augmenterait que modestement à partir de la mi-2016, en phase avec le redressement de l'activité mondiale, principalement tiré par les économies de marché émergentes. Quoi qu'il en soit, les taux de croissance prévus de la demande étrangère demeureront bien en deçà de leurs niveaux d'avant la crise. L'incidence négative en résultant sur les exportations hors zone euro n'est atténuée qu'en partie par l'effet favorable de la baisse du taux de change effectif de l'euro. Au total, les exportations hors zone euro ne devraient progresser que modérément à compter du second semestre 2016. Les parts de marché à l'exportation s'accroîtraient légèrement à court terme en raison de la baisse du taux de change de l'euro et stagneraient par la suite. Le rythme d'expansion des importations de la zone euro en provenance du reste du monde devrait demeurer peu dynamique sur l'horizon de projection. Les importations progresseraient conformément à leur élasticité historique par rapport à la demande totale, quoiqu'en continuant d'évoluer plus rapidement que les exportations. Par conséquent, l'excédent du compte courant devrait revenir à 3,3 % en 2018.

Encadré 3

L'environnement international

L'activité économique mondiale se renforcerait progressivement. Le *Brexit* matérialise un risque à la baisse pesant sur des perspectives mondiales déjà atones. Si la volatilité des marchés financiers mondiaux consécutive au référendum britannique a été de courte durée, contenue en partie par les anticipations de nouvelles mesures de politique monétaire accommodante, les perspectives, au Royaume-Uni, se sont détériorées, exerçant une pression sur la demande mondiale. En outre, en dépit des premiers signes de redémarrage de l'activité dans les grandes économies émergentes exportatrices de matières premières, les indicateurs mondiaux avaient déjà fait apparaître une croissance mondiale modeste, avant même le référendum au Royaume-Uni. Dans la période à venir, la reprise mondiale devrait rester très lente. Les politiques accommodantes devraient soutenir les perspectives de croissance dans les économies développées, tandis que l'atténuation progressive des profondes récessions dans les grandes économies de marché émergentes, particulièrement en Russie et au Brésil, soutiendrait la croissance mondiale, compensant le ralentissement structurel en Chine.

Les échanges commerciaux mondiaux demeurent faibles. Les obstacles conjoncturels rencontrés par les économies de marché émergentes et plus particulièrement par les pays exportateurs de matières premières, où l'investissement s'est effondré, ont pesé sur le commerce mondial au cours des récents trimestres. Au fur et à mesure que ces chocs se résorberont, les importations mondiales devraient se redresser modestement dans les prochains trimestres. À moyen terme, la projection table sur une élasticité des échanges internationaux par rapport à la croissance mondiale d'environ 1, soit un niveau sensiblement inférieur à ceux qui prévalaient avant la crise. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accroître, passant de 1,6 % en 2016 à 2,6 % en 2017 et 3,5 % en 2018.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2016				Juin 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

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 de juin 2016, l'activité mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ont été révisées à la baisse. Les corrections à la baisse concernant la demande étrangère adressée à la zone euro, à hauteur de 0,4, 0,9 et 0,5 point de pourcentage en 2016, 2017 et 2018 respectivement, traduisent essentiellement les anticipations d'une moindre progression des importations du Royaume-Uni et les répercussions mondiales en découlant.

L'écart de production négatif dans la zone euro devrait se rétrécir régulièrement sur l'horizon de projection, témoignant d'une croissance potentielle peu dynamique. Même si les estimations prévoient une légère augmentation de la croissance potentielle sur l'horizon de projection, celle-ci devrait demeurer bien en deçà du taux d'environ 1,7 % d'avant la crise. L'atonie de la croissance potentielle traduit en premier lieu une contribution relativement faible du capital, faisant suite à une période prolongée d'investissement très faible. La contribution du travail devrait se renforcer sur l'horizon, reflétant un accroissement de la population en âge de travailler dans le contexte de l'afflux de réfugiés et de la progression des taux d'activité imputable notamment aux réformes structurelles antérieures. La contribution du travail demeurera toutefois légèrement inférieure à sa moyenne d'avant la crise du fait du vieillissement de la population. En revanche, la contribution anticipée de la productivité globale des facteurs est sensiblement équivalente au niveau qui était le sien avant la crise.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait continuer de s'améliorer sur l'horizon de projection. L'emploi devrait continuer de progresser sur l'horizon de projection, quoiqu'à un rythme légèrement plus lent qu'au cours des derniers trimestres. À court terme, ce phénomène traduit principalement une normalisation qui s'opère au fur et à mesure que disparaissent certains facteurs

temporaires favorables, tandis que, sur le reste de l'horizon, il 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. Le taux de chômage devrait reculer, mais à un rythme plus modéré qu'en 2015 étant donné que la progression plus forte de la population active, en raison de l'afflux de réfugiés et de l'effet dit du « travailleur encouragé », compenserait partiellement l'incidence de la croissance de l'emploi sur le taux de chômage. Ces évolutions de l'emploi impliquent un rebond de la croissance de la productivité du travail, de 0,4 % en 2016 à 0,9 % en 2018, reflétant le profil procyclique habituel.

Par rapport aux projections de juin 2016, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse sur l'horizon de projection. Cette correction traduit principalement l'incidence négative de la révision baissière de la demande étrangère adressée à la zone euro, qui n'est contrebalancée qu'en partie par les effets favorables de la baisse des taux d'intérêt à long terme, du fléchissement du taux de change effectif de l'euro ainsi que de certaines mesures supplémentaires de soutien budgétaire.

2

Prix et coûts

La hausse de l'IPCH devrait s'élever en moyenne à 0,2 % en 2016 et s'accroître nettement à 1,2 % et 1,6 % en 2017 et 2018 respectivement. L'affaiblissement du fort effet baissier produit par le recul antérieur des cours du pétrole devrait conduire à une augmentation significative de l'inflation globale début 2017, qui passerait à 1,2 % au premier trimestre. Sur la base de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, la contribution de la composante énergie de l'IPCH à l'inflation globale devrait s'inverser, passant de -0,6 point de pourcentage en 2016 à entre +0,1 et 0,2 point de pourcentage environ en 2017 et 2018, soit une contribution à hauteur de 0,7 point de pourcentage au rebond de l'inflation globale entre 2016 et 2017.

La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accroître au fur et à mesure que la sous-utilisation des capacités dans l'économie s'estompe lentement. L'embellie sur les marchés du travail, qui se traduit par le net fléchissement du taux de chômage, devrait soutenir une reprise progressive de la hausse des salaires sur l'horizon de projection. Dans le contexte de la reprise économique en cours, un soutien continu à l'inflation sous-jacente devrait également se concrétiser à travers l'amélioration de la capacité de fixation des prix par les entreprises et l'accroissement correspondant des marges bénéficiaires. La dissipation des effets modérateurs indirects exercés par les évolutions des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie devrait également contribuer à l'accélération attendue de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. On peut aussi s'attendre à certains effets haussiers entraînés plus généralement par l'accentuation des tensions mondiales sur les prix, mais le relâchement graduel des tensions à la hausse exercées par la dépréciation antérieure de l'euro devrait peser sur la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur l'horizon de projection. Dans l'ensemble, la hausse de

l'IPCH excluant les prix de l'énergie et des produits alimentaires devrait s'élever en moyenne à 0,9 % en 2016 et s'intensifier pour atteindre 1,3 % et 1,5 % respectivement en 2017 et 2018.

Les tensions sur les prix d'origine externe contribueront à un rebond de l'inflation, la hausse des prix à l'importation devant redevenir positive en 2017, après quatre années de taux de variation annuels négatifs. Le déflateur des prix à l'importation devrait encore se tasser en 2016 mais il se redresserait en 2017 et 2018. L'un des éléments clés de l'inversion des tensions sur les prix à l'importation est la hausse escomptée des prix des matières premières, et du pétrole en particulier, ressortant des courbes des cours à terme, à la suite des chutes brutales de ces derniers observées les années précédentes. 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. Outre ces facteurs, et de façon plus générale, des tensions inflationnistes mondiales s'accroissant progressivement, comme en témoigne l'accélération prévue de la hausse mondiale des prix à la consommation, devraient encore renforcer les tensions de plus en plus fortes sur les prix d'origine externe dans la zone euro.

La diminution des capacités excédentaires sur le marché du travail et la progression de l'inflation globale devraient soutenir une reprise de la croissance des salaires en 2017 et 2018. Malgré la réduction continue, ces dernières années, des capacités excédentaires sur le marché du travail, la croissance des salaires est demeurée globalement stable jusqu'ici. Les facteurs susceptibles d'avoir continué de peser sur la hausse des salaires dans le contexte actuel de reprise économique sont, hormis l'atonie sur les marchés du travail et la faiblesse de l'inflation, les processus d'ajustement actuellement mis en œuvre dans les différents pays pour retrouver ou maintenir leur compétitivité-prix, renforcés par les réformes des marchés du travail engagées pendant la crise. De plus, de nouveaux emplois semblent avoir été créés, en particulier dans des secteurs affichant une faible productivité du travail et, donc, de bas niveaux de salaires, exerçant une pression sur la croissance salariale agrégée via des effets de composition. Sur l'horizon de projection, l'ampleur de ces effets modérateurs sur les salaires s'atténuerait quelque peu et les capacités excédentaires sur le marché du travail continueraient à reculer, ce qui devrait permettre un renforcement de la croissance de la rémunération par tête, passant de 1,2 % en 2016 à 1,8 % en 2017 et à 2,2 % en 2018.

L'indicateur de marge bénéficiaire devrait bénéficier du redressement économique en cours sur l'horizon de projection. En 2015, les marges bénéficiaires ont été stimulées par l'atonie de l'évolution des coûts de main-d'œuvre ainsi que par l'effondrement des cours du pétrole, qui ne semble pas encore avoir été répercuté sur les prix à la consommation. Ce dernier effet devant s'estomper en 2016, le taux de croissance de l'indicateur de marge bénéficiaire devrait fléchir. Cela étant, les améliorations conjoncturelles attendues au niveau de l'activité économique sur l'horizon de projection devraient continuer de conforter la capacité des entreprises en matière de fixation des prix et, par conséquent, leurs marges

bénéficiaires, en dépit de l'incidence modératrice émanant de l'accroissement des coûts de main-d'œuvre.

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016, les perspectives de hausse de l'IPCH sont largement inchangées sur l'horizon de projection.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait être expansionniste en 2016 avant de devenir neutre en 2017 et 2018. L'orientation budgétaire 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 les mesures budgétaires discrétionnaires tandis que les facteurs non discrétionnaires jouent un rôle moins important et sont liés, entre autres, 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, les paiements d'intérêts moins élevés et l'évolution positive de la composante conjoncturelle compensent, et au-delà, la détérioration du solde primaire corrigé du cycle. Pour la période allant de 2017 à 2018, la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que les améliorations attendues de la composante conjoncturelle et du solde primaire impliquent une nouvelle réduction du déficit budgétaire. 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. De légers excédents primaires devraient également s'avérer bénéfiques pour la trajectoire prévue de la dette.

Par comparaison avec les projections publiées en juin, les perspectives budgétaires restent globalement inchangées en ce qui concerne le ratio de déficit et plus favorables s'agissant du ratio de la dette. Le ratio dette/PIB devrait également être inférieur sur l'horizon, traduisant notamment la révision à la hausse du PIB nominal irlandais pour 2015, qui a réduit le ratio dette/PIB de la zone euro d'environ 0,4 % du PIB.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2016				Juin 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB en volume ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾
Consommation privée	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Consommation publique	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
FBCF	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3

Exportations ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Importations ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Emploi	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Taux de chômage (% de la population active)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
IPCH	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Rémunération par tête	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Productivité du travail	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Solde du compte courant (% du PIB)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

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 4

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 légèrement 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 51,6 dollars d'ici fin 2018. 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 la BCE⁴ pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon laisse actuellement entrevoir un prix du pétrole plus élevé en 2017 et 2018 qu'anticipé dans les hypothèses techniques. Un tel renchérissement pourrait résulter d'un rebond plus marqué de la demande mondiale de pétrole, lié à une augmentation plus forte que prévu de l'activité mondiale, et/ou d'un affaiblissement plus net de l'offre de pétrole, découlant d'une baisse des investissements dans ce secteur et donc d'une réduction des capacités de production du pétrole dans certains pays producteurs. La concrétisation d'une trajectoire différente, à travers laquelle les cours du pétrole seraient supérieurs de 11 % au scénario de référence d'ici 2018, 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 2017 et 0,3 point de pourcentage en 2018).

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, un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro et une augmentation plus précoce que prévu du taux des fonds fédéraux aux États-Unis pourraient renforcer les pressions à la baisse sur l'euro. Le schéma différent d'évolution du taux de change de l'euro est basé sur le 25^e percentile de la distribution fournie, le 11 août 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-

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

vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,04 EUR/USD en 2018, soit 6,3 % 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 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 3,3 % en-deçà du scénario de référence en 2018. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème et de la BCE va dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage, et d'une progression de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,2 point de pourcentage, en 2017 et 2018.

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. 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 nettement 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projections des services de la BCE	Septembre 2016	1,7	1,6	1,6	0,2	1,2	1,6
		[1,5-1,9]	[0,7-2,5]	[0,4-2,8]	[0,1-0,3]	[0,6-1,8]	[0,8-2,4]
Commission européenne	Mai 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCDE	Juin 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Baromètre de la zone euro	Août 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus économique	Août 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Juillet 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
FMI	Juillet (PIB)/Avril (IPCH) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne, printemps 2016, mai 2016 (en juillet 2016, la Commission européenne a publié deux scénarios reflétant l'incidence du résultat du référendum au Royaume-Uni sur les perspectives économiques de la zone euro ; dans le scénario optimiste, la croissance du PIB de la zone euro ressortait à 1,6 % en 2016 et 1,5 % en 2017 ; dans le scénario pessimiste, ce taux s'élevait à 1,5 % en 2016

et à 1,3 % en 2017) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, juillet 2016 (PIB), FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2016 (IPCH) ; Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2016 ; Consensus économique, août 2016 ; MJEconomics pour le Baromètre de la zone euro, août 2016 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), juillet 2016.

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