



Mars 2017

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

La reprise économique dans la zone euro devrait continuer de se raffermir, à un rythme légèrement supérieur aux précédentes attentes. 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.

Le renchérissement récent du pétrole devrait déboucher sur une hausse de l'IPCH de 1,7 % en moyenne cette année. Toutefois, les pressions inflationnistes sous-jacentes ne semblent se renforcer que progressivement sur la période de projection.

1 L'économie réelle

Les indicateurs à court terme suggèrent une croissance robuste continue à cette échéance. Le PIB réel a augmenté de 0,4 % au quatrième trimestre 2016. La reprise se généralise, tant d'un point de vue sectoriel que géographique, au sein de la zone euro. Les conditions du marché du travail ont continué de s'améliorer ces derniers mois, avec un recul des taux de chômage légèrement plus prononcé que prévu. Si les indicateurs de l'incertitude concernant la politique économique se sont accrus, les indicateurs d'incertitude financière et économique restent faibles (cf. l'encadré 1). En outre, la confiance a continué de se raffermir, suggérant une croissance robuste au premier semestre 2017.

Sur l'horizon de projection, le PIB réel devrait croître de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 1,6 % en 2019. La demande intérieure a été le pilier de la reprise depuis la mi-2013, y compris la solide consommation des ménages et une

¹ Ces projections macroéconomiques établies par les services de la BCE apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Les projections réalisées par les services de la BCE ou l'Eurosysteme 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, comme pour les prix du pétrole et les taux de change, était le 14 février 2017 (cf. l'encadré 2). La date d'arrêt pour l'inclusion de toute autre information dans cet exercice était le 20 février 2017, à l'exception de la publication des comptes nationaux trimestriels pour l'Allemagne, le 23 février, qui a été incluse. Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2016-2019. Les projections sur un horizon aussi long étant soumises à une très forte incertitude, 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 » du *Bulletin mensuel de la BCE* de mai 2013.

contribution positive des investissements. Un certain nombre de facteurs favorables devraient continuer de soutenir la demande intérieure sur l'horizon de projection, confortés par la politique monétaire très accommodante de la BCE. Les exportations de la zone euro devraient également se renforcer sur l'horizon de projection, grâce à une reprise attendue des échanges mondiaux et à l'affaiblissement passé du taux de change de l'euro.

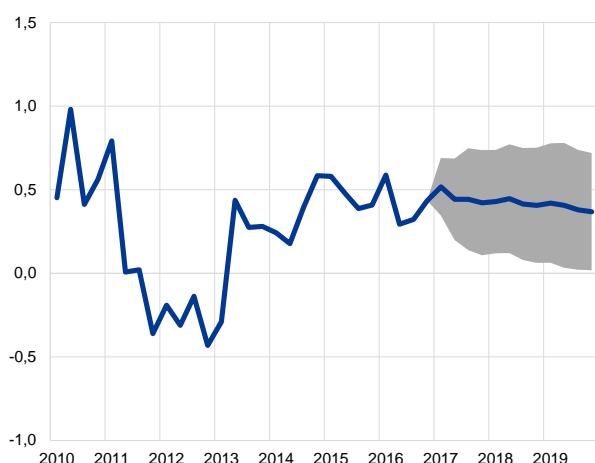
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

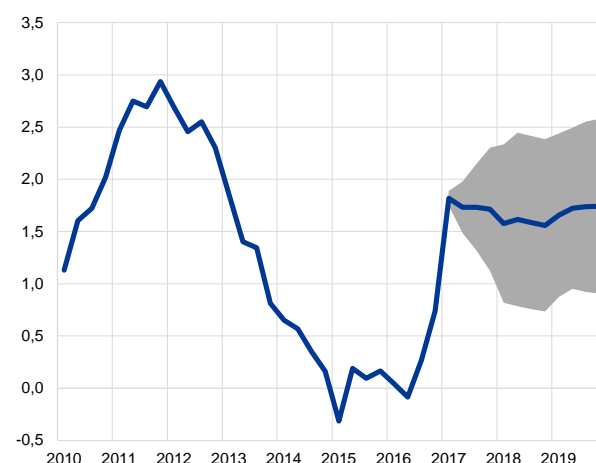
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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.

Encadré 1

Pertinence de l'incertitude concernant la politique économique pour les perspectives économiques de la zone euro

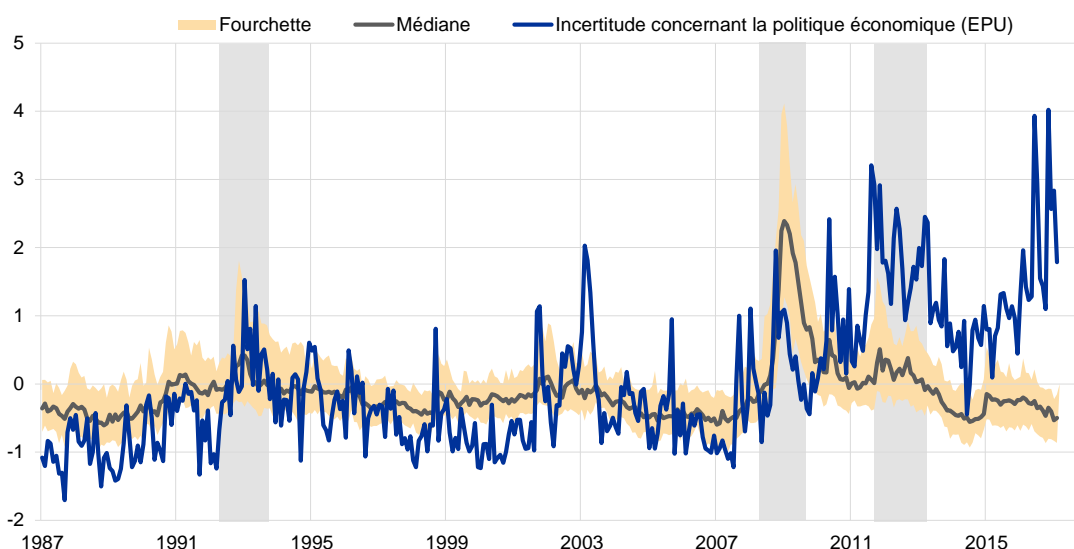
La mesure de l'incertitude liée à politique économique (*economic policy uncertainty*, EPU) a fortement augmenté ces derniers mois.² Cette augmentation a probablement résulté de l'issue du référendum au Royaume-Uni, la décision de quitter l'Union européenne, et du résultat de l'élection américaine. À l'heure actuelle, cet indicateur peut aussi refléter l'incertitude quant aux prochaines élections dans plusieurs pays de la zone euro. Cet encadré porte sur l'indicateur de l'EPU. Il le replace dans le contexte plus large des mesures de l'incertitude et conclut que sa pertinence pour les perspectives économiques devrait être assez limitée en ce moment.

² L'indicateur de l'EPU compte la fréquence des articles contenant les mots « incertain » ou « incertitude » et « économiques » ou « économie » et celle d'un certain nombre de mots empruntés à la politique, tels que « déficit » ou « réglementation », dans les principaux journaux. Pour plus de détails, cf. Baker, S., Bloom, N. et Davis, S., *Measuring economic policy uncertainty*, *NBER Working Paper Series*, n° 21633, octobre 2015.

En principe, une incertitude politique économique élevée peut avoir une incidence défavorable sur l'activité, car elle peut conduire les entreprises à reporter ou à annuler des décisions d'investissement jusqu'à ce que l'incertitude ait diminué. De même, l'incertitude peut affecter défavorablement les décisions des ménages quand il s'agit d'achats importants. En outre, un degré élevé d'incertitude peut pousser les ménages à accroître leur épargne de précaution. Enfin, l'incertitude peut nuire à l'activité à travers des coûts de financement plus élevés attribuables à des primes de risque accrues et elle peut réduire l'incitation des banques à accorder des prêts aux ménages et aux entreprises³.

Quelques mesures de l'incertitude dans la zone euro

(écart-type par rapport à la moyenne)



Sources : Baker/Bloom/Davis ; Consensus économique ; Eurostat ; Commission européenne ; BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grises représentent les récessions dans la zone euro tels qu'identifiées par le CEPR. L'intervalle couvre du 25^e au 75^e percentile d'environ 130 indicateurs d'incertitude (couverture financière, prévision, incertitude économique et politique) estimés pour la zone euro.

Cependant, malgré la récente progression de l'incertitude politique économique, les derniers développements économiques dans la zone euro semblent s'être consolidés. La reprise économique dans la zone euro est plus large que les précédentes⁴ ; elle repose aussi principalement sur la demande intérieure, ce qui la rend moins vulnérable aux chocs étrangers. En outre, tous les secteurs institutionnels sont actuellement plus robustes qu'ils ne l'étaient dans la période d'avant-crise, les ratios de levier financier ayant été réduits à des niveaux plus soutenables. La confiance des ménages et des entreprises reste à des niveaux très élevés et les marchés financiers ne semblent pas avoir tenu compte de risques extrêmes.

En effet, un écart significatif est actuellement observé entre l'incertitude politique économique accrue et les niveaux plutôt modérés des autres indicateurs de l'incertitude économique et financière. Le graphique montre la médiane d'environ 130 mesures d'incertitude

³ Pour une discussion des différents canaux de transmission de l'incertitude, cf. Bloom, N., « Fluctuations in uncertainty », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 2, 2014, pp. 153-176.

⁴ Cf. l'encadré 1 intitulé « La croissance économique dans la zone euro gagne du terrain » paru dans le Bulletin économique, n° 1, BCE, 2017.

estimées pour la zone euro, du 25^e au 75^e percentile de ces mesures et la mesure de l'EPU⁵. La médiane de toutes les mesures a l'avantage sur les mesures individuelles d'incertitude qu'elle couvre mieux les différentes dimensions de l'incertitude, tandis que l'intervalle du 25^e au 75^e percentile représente l'incertitude autour de ces mesures d'incertitude et exclut les valeurs aberrantes. On voit que la médiane et l'intervalle du 25^e au 75^e percentile des mesures d'incertitude pour la zone euro suggèrent actuellement une faible incertitude. En revanche, la mesure de l'EPU se révèle être une valeur aberrante au stade actuel, plus encore qu'elle l'a été au cours des six dernières années.

L'indicateur de l'EPU risque de ne pas nécessairement fournir un signal fiable pour une incertitude accrue à l'heure actuelle. Tout d'abord, l'indicateur de l'EPU n'opère pas de distinction entre l'incertitude relative aux politiques nationales et l'incertitude relative aux politiques extérieures. Par conséquent, dans la mesure où les entreprises et les consommateurs font la distinction entre les causes d'incertitude d'origine nationale et étrangère et surtout mettent l'accent sur les sources intérieures d'incertitude, cela pourrait expliquer la corrélation relativement faible entre l'indicateur de l'EPU et d'autres mesures d'incertitude ainsi que sa pertinence empirique limitée à prédire la conjoncture de la zone euro. Deuxièmement, l'indicateur de l'EPU est basé sur les articles de seulement deux grands journaux par pays ; ce petit échantillon n'est peut-être pas représentatif des perceptions du grand public. Troisièmement, l'indicateur de l'EPU est un indicateur beaucoup plus volatil d'incertitude que d'autres mesures et présente souvent des pics lorsque d'autres indicateurs restent modérés, ou lorsque l'activité économique semble stable. Tout cela incite à la prudence quant à l'utilisation de cet indicateur pour projeter le développement économique⁶.

La croissance de la consommation privée devrait demeurer robuste sur l'horizon de projection. La confiance des consommateurs est restée à des niveaux élevés ces derniers mois à la faveur de l'amélioration des attentes économiques générales et des attentes financières individuelles plus favorables. En tenant compte de l'amélioration des conditions du marché du travail aussi, la consommation privée devrait continuer son expansion à court terme.

La croissance du revenu disponible nominal reste solide. La contribution des salaires et traitements bruts à la croissance du revenu nominal disponible devrait augmenter au cours de la période de projection.

Les conditions de prêts bancaires favorables, renforcées par les mesures de politique monétaire de la BCE, devraient soutenir la croissance de la consommation privée. Alors que les taux d'intérêt bas ont affecté les intérêts perçus et les paiements d'intérêts des ménages, ils ont tendance à redistribuer les ressources des épargnants nets aux emprunteurs nets. Ces derniers ayant

⁵ Pour un aperçu, cf. l'article intitulé « L'impact de l'incertitude sur l'activité dans la zone euro » du Bulletin économique, n° 8, BCE, 2016. Cf. aussi l'article de Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. et Shakir, T., « Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter? » du *Quarterly Bulletin*, deuxième trimestre, Banque d'Angleterre, 2013.

⁶ Cf. aussi Forbes, K., « Uncertainty about uncertainty », allocution prononcée à l'occasion de la conférence « Best of British » chez JP Morgan Cazenove, Londres, 23 novembre 2016, qui arrive aux mêmes conclusions pour le Royaume-Uni.

généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, cette redistribution devrait favoriser encore la consommation 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.

Toutefois, la hausse du prix du pétrole a une incidence négative sur le revenu réel disponible, même si le lissage de la consommation devrait compenser en partie les effets sur la consommation. Le taux d'épargne a augmenté entre mi-2015 et mi-2016, les ménages ayant économisé une partie des gains exceptionnels réalisés grâce aux chutes des cours du pétrole. Le renversement de cet effet temporaire est estimé avoir commencé dans la seconde moitié de 2016 et devrait se poursuivre au cours de l'année 2017, amplifiée par l'augmentation récente des prix du pétrole. Le ratio d'épargne devrait donc demeurer stable pendant le reste de l'horizon de projection, les pressions à la baisse liées à la diminution du chômage, l'amélioration des conditions de crédit et des taux d'intérêt bas étant compensés par des pressions haussières découlant du besoin de désendettement continu et du lissage de la consommation procyclique.

Encadré 2

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

En comparaison avec les projections de décembre 2016, les hypothèses techniques comprennent des taux d'intérêt à long terme légèrement plus élevés, un renchérissement du pétrole en dollars américains et une légère dépréciation du taux de change effectif de l'euro.

Les hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt et les prix des matières premières sont fondées sur les attentes du marché, arrêtées au 14 février 2017. 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. 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 un niveau moyen de 1,3 % en 2017, de 1,6 % en 2018 et de 1,9 % en 2019⁷. Par comparaison avec les projections de décembre 2016, les anticipations de marché pour les taux d'intérêt à court terme restent inchangées, tandis que les attentes en matière de taux à long terme ont été révisées à la hausse de 10 à 20 points de base. Se faisant l'écho de l'évolution des taux d'intérêt à terme du marché et de la répercussion progressive des variations des taux de marché sur les taux d'emprunt, les taux composites des prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient rester globalement inchangés en 2017 et augmenter quelque peu en 2018 et 2019.

⁷ 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.

En ce qui concerne les prix des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, en prenant la moyenne de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 février, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 44,0 dollars en 2016 à 56,4 dollars en 2017 et à 56,5 dollars en 2018, avant de retomber à 55,9 USD en 2019. Cette tendance implique que, en comparaison avec les projections de décembre 2016, les prix du pétrole exprimés en dollars sont plus élevés de 14,3 % en 2017, de 7,3 % en 2018 et de 2,5 % en 2019. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter sensiblement en 2017 et plus modérément au-delà⁸.

Les taux de change bilatéraux sont supposés demeurer inchangés sur l'horizon de projection, aux niveaux moyens observés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 février. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar américain de 1,07 entre 2017 et 2019, contre 1,09 USD dans les projections de décembre 2016. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est de 1,3 % inférieur sur la période de 2017 à 2019 aux anticipations annoncées dans l'exercice de projection paru en décembre 2016.

Hypothèses techniques

	Mars 2017				Décembre 2016			
	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	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Cours de change EUR/USD	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variation annuelle en pourcentage)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

La reprise de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. L'investissement immobilier s'est redressé nettement en 2016, soutenu par une forte croissance du revenu disponible et des conditions de financement favorables. Dans la période à venir, l'augmentation projetée du revenu disponible nominal, les taux hypothécaires très faibles et les autres possibilités d'investissement limitées devraient favoriser la poursuite du redressement de l'investissement résidentiel. Ces perspectives favorables pour l'investissement résidentiel sont également mises en évidence par l'augmentation du nombre de permis de construire et la demande croissante de prêts portant sur l'achat de maisons dans un contexte marqué par l'amélioration des conditions d'octroi de prêts bancaires. En outre, des processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de certains pays de la zone euro semblent avoir pris fin et le prix des logements a augmenté dans plusieurs pays. Néanmoins, un taux de chômage élevé

⁸ Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au premier trimestre 2018 et évoluer ensuite dans le sillage de l'activité économique mondiale.

et les besoins persistants de désendettement dans certains pays devraient continuer à freiner l'investissement résidentiel. Les niveaux déjà élevés de l'investissement résidentiel par rapport au revenu disponible et des évolutions démographiques défavorables devraient peser sur la croissance de l'investissement résidentiel dans d'autres pays.

L'investissement des entreprises devrait se redresser. Plusieurs facteurs devraient favoriser le développement de l'investissement des entreprises : la confiance des entreprises a continué de se raffermir à la faveur des attentes favorables en matière de production, les carnets de commandes se remplissent et un redressement des anticipations de prix de vente ; l'utilisation des capacités de production est supérieure à ses niveaux moyens d'avant la crise ; les conditions de financement restent très favorables ; la demande intérieure devrait rester solide et la demande extérieure devrait augmenter ; il est nécessaire de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissement modéré ; et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières (SNF) déjà doté de liquidités abondantes. En outre, la forte reprise des cours des actions au cours des dernières années et la croissance modérée du financement par endettement ont conduit le ratio moyen dette/actifs totaux du secteur des SNF à des niveaux historiquement bas. Toutefois, la reprise des investissements des entreprises sera toujours freinée par des rigidités sur les marchés de produits, les attentes d'une croissance potentielle plus faible que par le passé et les besoins de désendettement persistants dans certains pays de la zone euro. Par ailleurs, la faible rentabilité des banques et le stock toujours élevé de prêts non performants au bilan des banques dans un certain nombre de pays continuent de peser sur la capacité d'intermédiation de plusieurs secteurs bancaires.

Encadré 3

L'environnement international

La reprise de la croissance de l'activité mondiale devrait se poursuivre. Les données récentes confirment l'amélioration attendue de l'activité mondiale au second semestre 2016 et suggèrent une poursuite de la croissance à court terme. Les perspectives concernant à la fois les marchés avancés et émergents restent toutefois quelque peu mitigées. Au sein des économies avancées, des conditions financières favorables, l'embellie observée sur les marchés du travail et les politiques d'incitations fiscales devraient favoriser l'activité aux États-Unis, alors que l'incertitude accrue devrait quant à elle peser sur les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie britannique, le rythme d'expansion devant pour sa part rester modéré au Japon. Dans les marchés émergents, la résistance de la croissance au sein de certaines grandes économies, ainsi que la détente graduelle des récessions profondes chez certains des plus grands exportateurs de matières premières, constituent le principal soutien à la croissance mondiale, tandis que la décélération progressive de l'économie chinoise reste un frein. L'augmentation des prix du pétrole devrait avoir une incidence globale limitée sur l'activité mondiale : même si elle favorise quelque peu l'activité des producteurs de pétrole, ces économies font toujours face à une période de besoins d'ajustement considérables (assainissement des finances publiques, notamment) compte tenu de la forte baisse du prix du pétrole depuis 2014. Dans le même temps, les consommateurs dans les pays importateurs de matières premières devraient absorber une partie du choc *via* des ratios d'épargne plus faibles. L'activité mondiale (à l'exclusion de la zone euro) devrait s'accélérer,

passant de 3,1 % en 2016 à 3,5 % en 2017 à 3,8 % en 2018 et 2019, soit une légère révision à la hausse par rapport à la projection de l'exercice précédent.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2017				Décembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Commerce mondial (hors zone euro)¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Demande extérieure de la zone euro²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Le commerce mondial s'est redressé au second semestre 2016 et devrait continuer sur sa lancée sur l'horizon de projection. À moyen terme, il continuera son expansion parallèlement à la reprise de l'activité mondiale (cf. tableau). En comparaison avec les projections de décembre 2016, la demande étrangère adressée à la zone euro a été révisée à la hausse de 0,4 point pour 2017 et reste largement inchangée par la suite.

Les exportations hors zone euro devraient être soutenues par la reprise de la demande mondiale et le taux de change légèrement plus faible de l'euro.

La demande étrangère devrait maintenir sa récente dynamique sur tout l'ensemble de l'horizon de projection, la demande d'importations progressant tant dans les économies avancées que sur les marchés émergents (y compris la Russie et le Brésil). Toutefois, la croissance des importations modérée au Royaume-Uni devrait ralentir la dynamique de la demande étrangère adressée à la zone euro. Dans l'ensemble, les taux de croissance projetés de la demande étrangère restent bien en deçà des niveaux d'avant la crise. Les exportations hors zone euro devraient dépasser la dynamique de la demande étrangère, notamment en 2017, du fait du plus faible taux de change de l'euro. Les importations hors zone euro croîtraient plus rapidement que les exportations hors zone euro, en ligne avec leur élasticité historique vis-à-vis de la demande totale. L'excédent courant devrait rester globalement stable à environ 3,1 - 3,3 % du PIB sur l'horizon de projection.

L'écart de production négatif devrait se contracter régulièrement sur l'horizon de projection, reflétant une croissance potentielle seulement modérée.

La croissance potentielle devrait être d'un peu plus de 1 % sur l'horizon de projection, et devrait donc rester clairement en-dessous du taux de croissance projetée du PIB en volume, d'environ 1,7 %. 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 se renforcer, reflétant un accroissement de la population en âge de travailler dans le contexte de l'afflux de migrants et de la progression des taux d'activité imputable aux réformes structurelles. La contribution de la main-d'œuvre restera néanmoins un peu en-deçà de sa moyenne d'avant la crise en raison du vieillissement de la population. La contribution des facteurs de productivité totale devrait être seulement légèrement supérieure à son niveau d'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 d'augmenter au cours de la période de projection, mais perdra peu à peu sa dynamique. À court terme, cela reflète principalement le déclin de certains facteurs temporaires favorables qui affectent la croissance de l'emploi. Sur le reste de l'horizon, les pénuries de main-d'œuvre qualifiée devraient de plus en plus devenir une contrainte dans certains pays, ralentissant la croissance de l'emploi et conduisant à une augmentation du nombre d'heures travaillées par personne occupée. Ces évolutions en matière d'emploi impliquent une reprise de la croissance de la productivité du travail, de 0,4 % en 2016 à 0,8 % en 2019, ce qui reflète un modèle procyclique d'utilisation accrue du capital et du travail. Le taux de chômage devrait reculer, mais de façon plus modérée que dans les derniers temps, la croissance de l'emploi ralentissant plus fortement que celle de la population active.

En comparaison avec les projections de décembre 2016, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la hausse pour 2017 et 2018. Une demande étrangère à court terme légèrement plus forte, un taux de change de l'euro plus faible et un climat économique plus favorable devraient plus que compenser l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur l'activité.

2 Prix et coûts

Les perspectives à court terme pour l'inflation globale ont été révisées à la hausse de manière significative suite à la récente hausse des prix du pétrole, l'inflation étant à présent projetée, en moyenne, à 1,7 % entre 2017 et 2019.

Cependant, la hausse des prix de l'énergie et hors énergie présente des tendances contrastées. Entre 2016 et 2017, les prix de l'énergie représenteraient 1,2 point de pourcentage de la consolidation de la hausse de l'IPCH. Des effets de base haussiers, associés à l'augmentation significative récente des prix du pétrole, entraînent un vif redressement de l'évolution des prix de l'énergie, qui passe de taux largement négatifs à des taux nettement positifs. Le profil globalement stable de la courbe des contrats à terme sur le pétrole au cours de l'horizon, toutefois, implique que la composante énergétique apportera une contribution positive plus faible à l'inflation globale en 2018 et 2019.

Contrairement à la hausse des prix de l'énergie, l'accélération attendue de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est beaucoup plus graduelle sur l'horizon de projection. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir en moyenne à 1,1 % en 2017 et passer à 1,5 % et 1,8 % en 2018 et 2019. Un des principaux facteurs derrière cette accélération progressive est l'augmentation prévue des coûts unitaires de main-d'œuvre au fur et à mesure de la consolidation de la reprise. La réduction des capacités inutilisées et un effacement progressif des facteurs liés à la crise qui ont freiné la croissance des salaires au cours des dernières années devraient déboucher sur un rebond de la croissance de la rémunération par personne occupée et, compte tenu d'une reprise plus modeste de la productivité, de la croissance des coûts salariaux unitaires. En outre, le rebond des prix du pétrole devrait s'ajouter indirectement à ces pressions

haussières à travers des coûts de production plus élevés et des répercussions sur les salaires nominaux. Les marges bénéficiaires devraient augmenter régulièrement, quelque peu freinées cependant par la hausse des coûts de la main-d'œuvre et les récentes pertes des termes de l'échange.

La hausse des prix du pétrole et des matières premières hors énergie est le principal facteur expliquant le revirement des pressions externes sur les prix.

Après une période de quatre années de recul des prix à l'importation lié en particulier aux fortes baisses passées des prix des matières premières, le taux de croissance annuel des prix à l'importation devrait redevenir positif en 2017. L'élément clé de ce revirement des prix à l'importation est le rebond des prix du pétrole et des matières premières non énergétiques. Au fil du temps, la poussée graduelle des tensions inflationnistes mondiales devrait également concourir à ces évolutions. La réduction de la sous-utilisation des capacités de production au niveau mondial apparaît comme un facteur de hausse lente des coûts de production dans le monde, au-delà de l'incidence des prix des matières premières. Les pressions mondiales sur les prix devraient néanmoins rester modérées compte tenu des capacités inutilisées toujours considérables dans le monde et du degré élevé de concurrence avec les pays à bas coûts.

L'amélioration de la situation sur les marchés du travail devrait de plus en plus entraîner une hausse des coûts de la main-d'œuvre sur l'horizon de projection.

La croissance de la rémunération par personne occupée devrait passer à 1,3 % en 2016 et à 2,4 % en 2019. Un des principaux facteurs expliquant ce net rebond est l'amélioration prévue sur les marchés du travail, les pénuries de main-d'œuvre augmentant dans certaines régions de la zone euro. En outre, la forte accélération récente de l'inflation, qui implique une forte baisse de la croissance des salaires réels, réduit le risque d'effets secondaires négatifs à court terme. Dans certains pays, une inflation plus élevée peut aussi, avec le temps, avoir une incidence positive sur l'évolution des salaires nominaux, lorsque les processus de négociation salariale comprennent un important élément rétrospectif. Toutefois, pour 2017, la possibilité d'effets haussiers sur les salaires négociés émanant d'une inflation plus élevée est limitée par le fait que, dans plusieurs pays, la plupart des salaires négociés pour 2017 sont déjà fixés. En outre, il convient de noter que, dans certains pays, le degré d'indexation des salaires sur l'inflation a été considérablement réduit dans un passé récent. Par ailleurs, dans certains pays de la zone euro, les schémas restants d'indexation des salaires reposent sur l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie importée, qui ne sont pas repartis sensiblement à la hausse jusqu'à présent. Dans certains pays, au-delà de l'incidence de l'inflation, la nécessité de la modération salariale pour regagner de la compétitivité-prix, ou la modération salariale devrait progressivement s'estomper sur l'horizon de projection et par conséquent favoriser la croissance des salaires. Les effets modérateurs des réformes des marchés du travail mises en œuvre dans certains pays de la zone euro pendant la crise peuvent aussi devenir moins prononcés à mesure que la reprise conjoncturelle prend de l'ampleur. De même, l'effet modérateur sur la croissance des salaires des effets de composition devrait diminuer au fur et à mesure de la reprise économique, étant donné que les créations d'emploi devraient se généraliser à

l'ensemble des secteurs et se concentrer moins qu'au cours des dernières années dans les secteurs à faible productivité et, donc, à bas salaires.

Les marges bénéficiaires devraient continuer à augmenter sur l'horizon de projection à un rythme similaire ou légèrement plus lent qu'observé récemment. Sur l'horizon de projection, les marges bénéficiaires devraient profiter de la reprise économique continue. Cependant, à court terme, les récentes augmentations des prix du pétrole pourraient atténuer les marges bénéficiaires, car les entreprises ne peuvent transférer entièrement l'augmentation des coûts, d'autant que les marges bénéficiaires semblent avoir également bénéficié de la précédente baisse des prix du pétrole. En outre, l'expansion des marges bénéficiaire sera amortie sur l'horizon de projection par les augmentations attendues de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Par comparaison avec les projections de décembre 2016, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été revues à la hausse significativement pour 2017 et légèrement pour 2018. Une révision substantielle à la hausse de la composante énergie de l'IPCH pour 2017 est liée au renchérissement du pétrole par rapport aux hypothèses des projections de décembre 2016. Par la suite, une courbe plus plate des contrats à terme sur le pétrole par rapport aux projections de décembre 2016 entraîne quelques faibles révisions à la baisse de la composante énergie à partir de 2018. En revanche, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est revue légèrement à la hausse pour 2018 et 2019, reflétant des effets indirects et secondaires du renchérissement du pétrole ainsi que quelques effets haussiers liés à la baisse du taux de change de l'euro. Ces effets haussiers devraient être légèrement plus importants que les effets des révisions à la baisse de la composante énergie de l'IPCH pour 2018 et devraient globalement compenser les révisions à la baisse de la composante énergie pour 2019.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait être globalement neutre en 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. En 2016, l'orientation faiblement expansionniste des politiques budgétaires a été essentiellement déterminée par des mesures discrétionnaires, tandis que des facteurs non discrétionnaires jouaient un rôle plus limité et étaient largement liés à une légère diminution des recettes non fiscales.

Sur l'horizon de projection, les ratios de déficit budgétaire et de dette des administrations publiques devraient s'inscrire sur une trajectoire descendante.

Sur l'horizon 2017-2019, la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts et l'amélioration de la composante cyclique entraîneront une réduction supplémentaire du déficit budgétaire. Le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles devrait rester globalement inchangé. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection est principalement soutenue par le différentiel taux d'intérêt/croissance favorable. L'excédent budgétaire primaire projeté a également une incidence favorable sur la trajectoire projetée de la dette.

En comparaison avec les projections publiées en décembre 2016, les perspectives concernant le ratio de déficit sont plus favorables et la trajectoire du ratio de dette a été revue à la baisse.

De 2017 à 2019, les perspectives d'amélioration du déficit reflètent en partie un report positif de 2016 et en partie la baisse des dépenses primaires attendues. La révision à la baisse du ratio dette-PIB traduit l'amélioration des perspectives budgétaires mentionnée ci-dessus ainsi qu'une plus grande contribution à la réduction de la dette du différentiel croissance/taux d'intérêt, principalement en 2017, découlant d'une meilleure perspective pour le PIB nominal de la zone euro.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2017				Décembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB en volume¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Consommation privée	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Consommation publique	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
FBCF	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Exportations³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Importations³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Emploi	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Taux de chômage (% de la population active)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
IPCH	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Rémunération par tête	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Productivité du travail	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Solde budgétaire structurel (% du PIB)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Solde du compte courant (% du PIB)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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 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 4

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 les 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 profil relativement plat d'évolution des cours du pétrole, le prix du baril de pétrole brut Brent fluctuant autour de 56 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. Pourtant, les contrats à terme sur le pétrole ne semblent pas tenir compte d'un effet haussier durable de l'accord de l'OPEP, probablement en raison du niveau des stocks, qui est proche de son niveau record et de l'augmentation possible de la production d'huile de schiste. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de la BCE⁹ 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 12,4 % 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 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 14 février 2017. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 0,98 EUR/USD

⁹ Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

en 2019, soit 7,6 % 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 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 4 % en deçà du scénario de référence en 2019. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de la BCE et de l'Eurosystème pointe vers une accélération de la croissance du PIB en volume (de 0,1 à 0,3 point de pourcentage par an) et une progression plus élevée de l'IPC (de 0,1 point de pourcentage en 2017 et de 0,3 à 0,4 point de pourcentage en 2018 et 2019).

3) Scénarios relatifs aux politiques de la nouvelle administration américaine – implications pour les perspectives des économies des États-Unis, mondiale et de la zone euro

La politique de « taxe sur les flux de trésorerie ajustée aux frontières basée sur la destination » (*destination-based border-adjusted cash flow tax, DBCFT*) proposée par le Parti républicain américain représenterait une refonte profonde du système américain d'impôt sur les sociétés, qui pourrait avoir des conséquences majeures pour les perspectives des États-Unis et des retombées sur le monde et la zone euro¹⁰. Ce scénario traite de l'incidence potentielle de cette réforme fiscale sur les économies des États-Unis, du monde et de la zone euro.

La proposition contient quatre éléments principaux : a) un ajustement aux frontières, à savoir une déduction des recettes d'exportations et non plus une déduction des coûts des importations du revenu imposable ; b) le passage d'un système fondé sur l'origine (où les sociétés sont taxées selon leur origine, c'est-à-dire si elles détiennent leurs actifs aux États-Unis) à un système de destination (où les sociétés sont uniquement imposées sur les bénéfices réalisés sur les ventes aux États-Unis). Cela implique que les bénéfices sur les ventes en dehors des États-Unis ne seront plus imposés, où que se trouvent les actifs de la société. Ce changement réduirait les incitations à envoyer les bénéfices vers des « paradis fiscaux » et augmenterait les incitations pour les entreprises à localiser leurs revenus étrangers imposables aux États-Unis ; c) une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés, ramené de 35 % à 20 % ; et d) des incitations fiscales pour les nouveaux investissements aux États-Unis. Cela permet de déduire la totalité des dépenses d'investissement et d'éliminer la déduction des paiements d'intérêts de l'assiette fiscale.

La subvention aux exportateurs et les taxes sur les importateurs induiraient une amélioration substantielle de la compétitivité des États-Unis et une baisse de la demande d'importations des États-Unis, ce qui pourrait augmenter le PIB américain. Toutefois, il est probable que cela soit en partie compensé par une appréciation du dollar américain. Dans le même temps, l'inflation américaine s'accélérerait, les importateurs transférant une partie des surcoûts liés à la fiscalité plus élevée sur les prix intérieurs et l'activité économique plus forte et la création d'emplois entraînant une augmentation des salaires domestiques. Une inflation plus forte pourrait, cependant, conduire à une baisse de la consommation réelle privée. Dans l'ensemble, la réforme fiscale pourrait conduire à un rééquilibrage de l'économie américaine, avec une diminution du

¹⁰ Cf. *A better way – our vision for a confident America*, 24 juin 2016
https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

déficit commercial des États-Unis, tandis que le bien-être des consommateurs américains pourrait pâtir d'une baisse de la consommation des ménages.

Les retombées de l'ajustement aux frontières sur le reste du monde seraient négatives. Deux effets opposés vont se produire, qui affecteraient la demande étrangère adressée aux États-Unis. D'une part, la relance budgétaire liée au taux d'imposition inférieur augmenterait la demande aux États-Unis et, en conséquence, les importations. Mais, d'autre part, en raison de la nouvelle taxe sur les importations américaines, les biens et services produits à l'étranger seraient moins compétitifs aux États-Unis. Dans l'ensemble, à moins d'une compensation totale par des mouvements des taux de change, les distorsions commerciales introduites par l'ajustement aux frontières pourraient vraisemblablement plus que compenser l'incidence positive de la relance budgétaire sur les importations américaines.

Dans un scénario de représailles coordonnées contre l'ajustement aux frontières aux États-Unis, le commerce mondial diminuerait de manière sensiblement plus forte, tandis que les effets favorables sur l'économie américaine diminueraient. À la lumière des retombées nettement négatives sur l'économie mondiale découlant de l'imposition de l'ajustement aux frontières, les représailles contre les États-Unis seraient une possibilité. Si tel était le cas, par exemple à travers des taxes sur les biens américains dans le reste du monde, la croissance du PIB américain serait influencée négativement par la perte de compétitivité-prix. Toutefois, l'effet positif résultant de la réduction de la fiscalité intérieure sur l'activité américaine pourrait compenser l'effet négatif des mesures de rétorsion commerciale. Néanmoins, le commerce mondial diminuerait sensiblement plus fortement dans ce scénario.

Quant aux retombées pour la zone euro, les effets économiques nets dépendraient de la vigueur des canaux de transmission du choc de la politique américaine, de ses retombées mondiales et des ripostes en dehors des États-Unis. En l'absence de représailles, l'effet sur le PIB de la zone euro serait clairement négatif. Les termes de l'échange pour tous les partenaires commerciaux des États-Unis, y compris la zone euro, se détérioreraient. Dans l'ensemble, la demande étrangère de biens et services de la zone euro reculerait et les prix des concurrents s'inscriraient en baisse, entraînant une détérioration de la demande d'exportation adressée à la zone euro.

En cas de représailles à l'encontre des États-Unis, l'incidence négative sur le PIB de la zone euro serait moins prononcée. L'effet sur la compétitivité de l'économie américaine de la subvention aux exportations pourrait, dans une certaine mesure, être compensé par des droits d'importation bilatéraux imposés par d'autres pays. Quoi qu'il en soit, l'effet négatif direct découlant de la réduction de la demande d'importations américaine, couplé avec des effets négatifs sur la croissance dans le reste du monde, se traduirait probablement par une baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro et du PIB de la zone euro.

Les retombées mondiales pourraient être amplifiées si de fortes fluctuations du dollar américain et le durcissement des conditions financières devaient entraîner de graves tensions financières dans les économies de marché émergentes. Les scénarios décrits ci-dessus supposent un renforcement limité du dollar américain et aucune autre retombée financière sur les marchés émergents. Si l'appréciation du dollar américain se traduit par des difficultés financières dans ces pays, les retombées mondiales pourraient être beaucoup plus négatives.

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 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 la BCE	Mars 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Commission européenne	Février 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OCDE	Mars 2017/ Novembre 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Baromètre de la zone euro	Février 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus économique	Février 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Janvier 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	Janvier 2017/ Octobre 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (hiver 2017) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mise à jour de janvier 2017 (PIB en volume) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2016 (IPCH) ; Perspectives économiques provisoires de l'OCDE, mars 2017 (PIB en volume) ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2016 (IPCH) ; Prévisions du consensus économique, février 2017 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, février 2017 ; enquête de la BCE auprès des des prévisionnistes professionnels (EPP), janvier 2017. Notes : Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas, sur ce point, sur quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2017

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.

ISSN 2529-4482 (pdf)
Numéro de catalogue UE QB-CE-17-001-FR-N (pdf)