



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTÈME

# **Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE**

**Septembre 2019**



# Sommaire

<b>Vue d'ensemble</b>	<b>2</b>
<b>1 Économie réelle</b>	<b>4</b>
<b>Encadré 1</b> Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change et les prix des matières premières	7
<b>Encadré 2</b> L'environnement international	10
<b>Encadré 3</b> La demande intérieure dans la zone euro est-elle résistante aux chocs externes ?	13
<b>2 Prix et coûts</b>	<b>16</b>
<b>3 Perspectives budgétaires</b>	<b>18</b>
<b>Encadré 4</b> Analyses de sensibilité	18
<b>Encadré 5</b> Prévisions des autres institutions	19

## Vue d'ensemble

*Après une croissance atone au deuxième trimestre 2019, les indicateurs à court terme récents laissent penser que la reprise du second semestre de l'année prévue dans le précédent exercice de projection sera retardée. Les indicateurs du climat économique ont continué de se détériorer au cours des derniers mois, surtout dans le secteur de l'industrie. Cela reflète la faiblesse persistante des échanges internationaux dans un environnement caractérisé par des incertitudes qui se prolongent au niveau mondial (liées notamment à l'intensification du protectionnisme, une possible aggravation du ralentissement en Chine et l'éventualité d'un Brexit désordonné). Ces facteurs, qui pèsent sur les anticipations des entreprises dans le secteur manufacturier, devraient encore freiner l'activité de la zone euro à court terme. Dans le même temps, le climat dans les secteurs des services et de la construction, orientés vers l'intérieur, est resté plus optimiste, la confiance des consommateurs, plus soutenue, et l'amélioration des marchés du travail s'est poursuivie. Le scénario de référence repose sur l'hypothèse technique d'un recul marqué des taux d'intérêt reflétant les anticipations des marchés, l'hypothèse d'un Brexit ordonné et un certain assouplissement budgétaire – facteurs qui devraient favoriser un retour à la trajectoire de croissance à moyen terme envisagée dans les projections de juin 2019. En outre, la demande étrangère, qui a touché de très bas niveaux en 2019, devrait se redresser et stimuler l'activité sur le reste de l'horizon de projection. Dans l'ensemble, la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 1,1% en 2019, avant d'augmenter progressivement jusqu'à atteindre 1,4 % en 2021. Par comparaison avec les projections de juin 2019, les perspectives à court terme se sont détériorées en raison d'une dégradation des indicateurs de confiance et d'une poursuite des incertitudes au niveau mondial. Cela a entraîné des révisions à la baisse pour 2019 et 2020, principalement dues, dans ce dernier cas, à des effets de report. Au-delà du court terme, l'influence des chocs externes négatifs est globalement contrebalancée par l'effet d'une amélioration des conditions de financement et d'une baisse des prix du pétrole.*

*La hausse des prix mesurée par l'IPCH devrait ralentir cette année et rester modérée en 2020, avant de reprendre pour atteindre 1,5 % en 2021. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires augmentera légèrement d'ici la fin 2019 et évoluera sans réelle tendance en 2020, puis il se raffermira en 2021, soutenu par la reprise attendue de l'activité et le redressement des marges bénéficiaires, à mesure que les hausses passées des coûts de main-d'œuvre se répercuteront sur les prix. Par rapport aux projections de juin 2019, l'inflation IPCH a été révisée à la baisse, essentiellement du fait de sa composante énergie, fortement abaissée pour 2019 et 2020 en raison du reflux des prix du pétrole. De plus, la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est également révisée à la baisse sous l'effet d'une dégradation des*

*données, d'un ralentissement de l'activité, des répercussions indirectes du recul des prix de l'énergie et de la persistance de prévisions excessives dans le passé.*<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> La date d'arrêt pour les hypothèses techniques, concernant notamment les prix du pétrole et les taux de change, est le 19 août 2019 (cf. l'encadré 1). Les autres informations ont pu être incluses dans le présent exercice jusqu'au 29 août 2019. Celui-ci couvre la période 2019-2021. Les projections sur un horizon aussi long font l'objet d'une très grande incertitude, ce dont il convient de tenir compte dans leur interprétation. Cf. l'article intitulé « Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème » dans le *Bulletin mensuel de la BCE* de mai 2013. Vous pouvez accéder aux données utilisées pour établir certains tableaux et graphiques en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

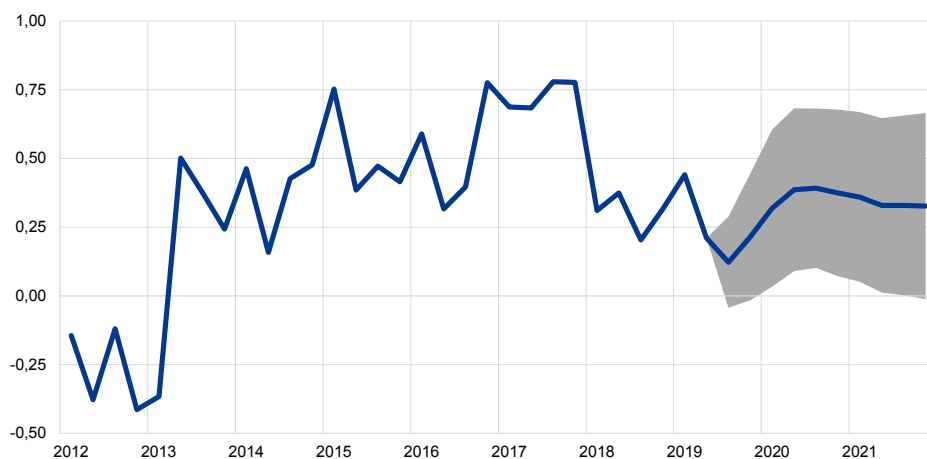
# 1 Économie réelle

**La croissance du PIB en volume de la zone euro a reculé à 0,2 % au deuxième trimestre 2019, sous l'effet d'un net ralentissement de la hausse des exportations (cf. le graphique 1).** La croissance au deuxième trimestre s'est révélée conforme aux projections de juin 2019. La demande intérieure en est restée le principal moteur, malgré un léger ralentissement au deuxième trimestre 2019, tandis que la contribution des exportations nettes est devenue négative.

## Graphique 1

### PIB en volume de la zone euro

(variations trimestrielles en pourcentage ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés)



Note : 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.

**Les indicateurs à court terme font état d'une croissance atone au deuxième semestre 2019.** L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) compilé par la Commission européenne a poursuivi sa baisse au cours des derniers mois, sous l'effet d'une détérioration de la confiance dans le secteur manufacturier, qui a continué de diminuer alors qu'elle se situait déjà au-dessous de sa moyenne de long terme. Cela semble refléter la faiblesse persistante du commerce mondial ainsi que les effets de l'incertitude au niveau mondial, en particulier en ce qui concerne les différends commerciaux internationaux, l'éventualité d'un Brexit sans accord et les risques d'un ralentissement économique plus marqué en Chine. En revanche, dans les secteurs des services et de la construction, plus orientés vers l'intérieur, le climat est demeuré plus optimiste et la confiance des consommateurs est restée plus soutenue, malgré un recul en août. L'évolution récente des indices des directeurs d'achat confirme cette divergence entre secteurs. Dans l'ensemble, les indicateurs les plus récents laissent penser que l'atonie de la croissance observée au deuxième trimestre 2019 se poursuivra au deuxième semestre, sous l'effet de la contribution négative des exportations nettes, tandis que la demande intérieure devrait rester relativement solide.

**À moyen terme, le scénario de référence table sur l'apaisement progressif des vents contraires au niveau mondial, qui permettra aux facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro de reprendre de la vigueur (cf. le tableau 1).** Le scénario de référence suppose notamment que le Royaume-Uni quittera l'Union européenne de façon ordonnée et qu'aucune nouvelle mesure protectionniste ne sera prise (outre celles déjà annoncées), ce qui réduit aussi la probabilité d'un ralentissement marqué en Chine. Ainsi, le niveau actuel d'incertitude diminuera progressivement, permettant aux fondamentaux soutenant la croissance de reprendre de la vigueur. L'orientation de la politique monétaire de la BCE devrait rester très accommodante et continuer de se transmettre à l'économie. Plus précisément, selon les hypothèses techniques, les taux d'intérêt nominaux devraient, à la fin de l'horizon de projection, demeurer inférieurs aux niveaux très bas qu'ils ont atteint mi-2019. Les prêts au secteur privé non financier devraient aussi légèrement s'accroître vers la fin de l'horizon de projection, stimulés par l'amélioration de l'environnement macroéconomique, le très faible niveau des taux d'intérêt et les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires consenties aussi bien aux ménages qu'aux sociétés non financières. Le moindre besoin de désendettement dans tous les secteurs et la hausse des bénéfices devraient également contribuer au dynamisme de la dépense privée. La progression de la consommation privée et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait quant à elle s'appuyer sur une hausse des salaires relativement soutenue, sur un solide patrimoine net des ménages ainsi que sur la baisse du chômage. Les exportations de la zone euro devraient profiter de la reprise prévue de la demande extérieure. Enfin, l'orientation budgétaire devrait être légèrement expansionniste sur l'ensemble de la période (cf. la section 3).

**La dissipation de certains effets favorables conduirait toutefois à un ralentissement de la croissance vers la fin de l'horizon de projection.**

L'investissement des entreprises devrait diminuer sur l'horizon de projection, traduisant une période prolongée de faible confiance des chefs d'entreprise et l'expiration de certaines incitations fiscales. La hausse de l'emploi devrait en outre ralentir à moyen terme, essentiellement sous l'effet de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays.

**Tableau 1****Projections macroéconomiques pour la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2019				Juin 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
<b>PIB en volume</b>	1,9	1,1	1,2	1,4	1,8	1,2	1,4	1,4
		[0,9 - 1,3] <sup>1)</sup>	[0,4 - 2,0] <sup>1)</sup>	[0,4 - 2,4] <sup>1)</sup>		[0,9 - 1,5] <sup>1)</sup>	[0,5 - 2,3] <sup>1)</sup>	[0,4 - 2,4] <sup>1)</sup>
<b>Consommation privée</b>	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3
<b>Consommation publique</b>	1,1	1,5	1,5	1,4	1,1	1,4	1,4	1,4
<b>Formation brute de capital fixe</b>	2,3	3,1	1,9	2,1	3,3	2,7	2,0	2,0
<b>Exportations<sup>2)</sup></b>	3,5	2,3	2,4	3,0	3,2	2,2	2,9	3,2
<b>Importations<sup>2)</sup></b>	2,7	2,6	3,1	3,4	3,2	2,7	3,2	3,4
<b>Emploi</b>	1,5	1,1	0,5	0,5	1,5	1,0	0,6	0,6
<b>Taux de chômage (% de la population active)</b>	8,2	7,7	7,5	7,3	8,2	7,7	7,5	7,3
<b>IPCH</b>	1,8	1,2	1,0	1,5	1,8	1,3	1,4	1,6
		[1,1 - 1,3] <sup>1)</sup>	[0,4 - 1,6] <sup>1)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>1)</sup>		[1,2 - 1,4] <sup>1)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>1)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>1)</sup>
<b>IPCH hors énergie</b>	1,3	1,2	1,4	1,6	1,3	1,2	1,5	1,7
<b>IPCH hors énergie et produits alimentaires</b>	1,0	1,1	1,2	1,5	1,0	1,1	1,4	1,6
<b>IPCH hors énergie, prod. alim. et variations de la fiscalité indirecte<sup>3)</sup></b>	1,0	1,0	1,2	1,5	1,0	1,1	1,4	1,6
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>	1,7	2,1	1,7	1,5	1,9	1,8	1,6	1,7
<b>Rémunération par tête</b>	2,1	2,2	2,3	2,4	2,2	2,1	2,5	2,5
<b>Productivité du travail</b>	0,4	0,1	0,7	0,9	0,3	0,2	0,8	0,9
<b>Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)</b>	-0,5	-0,8	-0,8	-1,0	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9
<b>Solde budgétaire structurel (% du PIB)<sup>4)</sup></b>	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2
<b>Dette brute des adm. publiques (% du PIB)</b>	85,4	83,8	82,5	81,2	85,1	83,7	82,1	80,6
<b>Solde du compte courant (% du PIB)</b>	2,9	2,6	2,4	2,3	2,9	2,4	2,4	2,4

Note : Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes, aux coûts unitaires de main-d'œuvre, à la rémunération par tête et à la productivité du travail font référence à des données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

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) Y compris échanges commerciaux intra-zone euro.

3) Ce sous-indice repose sur des estimations de l'incidence effective de la fiscalité indirecte. Il peut être différent des données d'Eurostat, qui supposent une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.

4) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements.

**Le revenu disponible réel devrait s'améliorer en 2019, avant de fléchir en 2020 et 2021.** L'augmentation de 2019 traduit une accélération de la progression du revenu disponible nominal et une décélération de la hausse des prix à la consommation. En 2020 et 2021, un ralentissement de la progression du revenu nominal et un gonflement graduel de l'inflation devraient atténuer la croissance du revenu réel. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible

nominal devrait diminuer en 2020 (en raison d'une moindre croissance de l'emploi) et demeurer globalement inchangée en 2021. Les autres revenus des ménages devraient s'accroître modérément sur l'horizon de projection. La contribution des transferts budgétaires nets devrait, pour la première fois depuis 2010, être positive en 2019, reflétant à la fois des réductions de la fiscalité directe et une augmentation des transferts aux ménages. Cette contribution devrait ensuite diminuer en 2020 et devenir globalement neutre en 2021, dans le contexte d'une légère baisse des transferts aux ménages et d'un alourdissement graduel de la fiscalité directe.

**La croissance de la consommation privée a légèrement reculé au deuxième trimestre 2019, sous l'effet, notamment, de l'atténuation de facteurs qui l'avaient temporairement stimulée en début d'année, mais elle devrait rester vigoureuse sur l'horizon de projection.** Une confiance des consommateurs toujours relativement solide, de nouvelles améliorations attendues de la situation sur les marchés du travail ainsi que la poursuite de la hausse de la rémunération réelle par tête laissent penser que la croissance de la consommation privée restera régulière sur l'horizon de projection, d'autant plus qu'elle est également stimulée par les effets positifs d'un assouplissement de la politique budgétaire dans certains pays.

**L'augmentation de la consommation privée devrait être stimulée par des conditions de financement favorables et une hausse du patrimoine net des ménages.** Les taux nominaux des prêts bancaires devraient continuer à diminuer à court terme, avant de se stabiliser et de se mettre à augmenter légèrement en 2021. Les taux hypothécaires demeureraient un peu inférieurs à ce qu'ils étaient mi-2019 jusqu'à la fin de l'horizon de projection, tandis que ceux du crédit à la consommation dépasseraient légèrement leurs niveaux actuels. Étant donné que les taux débiteurs bancaires devraient rester peu élevés et que les prêts aux ménages ne devraient s'accroître que modérément cette année et les prochaines années, les paiements d'intérêts bruts devraient se maintenir à un faible niveau et, de ce fait, continuer à soutenir la consommation privée. Simultanément, les revenus d'intérêts bruts devraient progresser modestement, en raison de l'accumulation ininterrompue d'actifs productifs d'intérêts. Par ailleurs, le patrimoine net des ménages se renforcerait encore, favorisé par la persistance de solides plus-values immobilières, à l'origine de plus de la moitié de cette hausse. Conjuguée aux progrès du désendettement, la hausse du patrimoine net des ménages devrait également stimuler la consommation.

## Encadré 1

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

**Par comparaison avec les projections de juin 2019, les hypothèses techniques comprennent une baisse des prix du pétrole et un important recul des taux d'intérêt.** Les hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt et les prix des produits de base sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 19 août 2019. Les taux d'intérêt à court terme font référence à l'EURIBOR à trois mois, les anticipations des marchés étant déduites des taux à terme. Selon cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme s'établiraient en moyenne à -0,4 % en 2019 et -0,6 % en 2020 et en 2021. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 0,4 % en 2019, 0,1 %



en 2020 et 0,2 % en 2021<sup>2</sup>. Par rapport aux projections de juin 2019, les anticipations des marchés quant aux taux d'intérêt à court terme ont été révisées à la baisse, d'environ 10 points de base pour 2019, de 30 points de base pour 2020 et de quelque 40 points de base pour 2021, alors que celles concernant les rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro ont reculé, d'environ 40 points de base pour 2019, de 80 points de base pour 2020 et de quelque 90 points de base pour 2021.

En ce qui concerne les prix des produits de base, sur la base de l'évolution implicite dans les contrats à terme en prenant la moyenne de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 19 août 2019, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 71,1 dollars en 2018 à 62,5 dollars en 2019, puis à 56,3 dollars en 2021. Cette trajectoire laisse penser que la chute des prix du pétrole en dollar des États-Unis sera beaucoup plus prononcée que ne le laissent prévoir les projections de juin 2019. Les prix, exprimés en dollar, des produits de base hors énergie devraient diminuer en 2019 et repartir à la hausse au cours des années suivantes.

Les taux de change bilatéraux resteraient stables sur l'horizon de projection, aux niveaux moyens relevés pendant la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 19 août 2019. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de 1 euro pour 1,12 dollar des États-Unis sur la période 2019-2021, conforme à celui des projections de juin 2019. Le taux de change effectif nominal de l'euro (par rapport à 38 partenaires commerciaux) a légèrement augmenté par rapport aux projections de juin 2019, sous l'effet de la relative vigueur de l'euro vis-à-vis de la livre sterling, du renminbi chinois et d'autres monnaies des économies de marché émergentes.

#### Hypothèses techniques

	Septembre 2019				Juin 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
<b>Euribor 3 mois</b> (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
<b>Rendement des emprunts publics à 10 ans</b> (en pourcentage annuel)	1,1	0,4	0,1	0,2	1,1	0,8	0,9	1,1
<b>Prix du pétrole (en dollar par baril)</b>	71,1	62,5	57,0	56,3	71,1	68,1	65,8	62,7
<b>Prix des produits de base hors énergie,</b> <b>en dollar (variation annuelle en pourcentage)</b>	3,9	-3,2	3,4	3,7	3,9	-3,4	3,9	3,8
<b>Taux de change USD/EUR</b>	1,18	1,12	1,12	1,12	1,18	1,12	1,12	1,12
<b>Taux de change effectif nominal de l'euro</b> <b>(TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)</b>	5,2	-0,6	0,5	0,0	5,2	-1,0	0,1	0,0

**La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré.** La reprise de l'investissement résidentiel semble s'être essouffée au cours de l'année 2018, surtout en Espagne, en France et aux Pays-Bas, après une très forte croissance en 2017, et son expansion devrait s'atténuer sur l'horizon de projection. Ce fléchissement est annoncé par la diminution du nombre de permis de construire accordés ces derniers mois et par des

<sup>2</sup> L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne 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 dans la zone euro 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.

enquêtes récentes montrant une baisse de la part des ménages projetant des améliorations de leur logement l'an prochain, malgré une hausse des intentions d'achat ou de construction au cours des deux prochaines années. En outre, les contraintes de capacité dans le secteur de la construction devraient s'accroître, notamment en Allemagne et aux Pays-Bas. Les tendances démographiques défavorables dans certains pays, tels l'Allemagne et la France, freineraient également l'investissement dans le logement.

**L'investissement des entreprises augmenterait sur l'horizon de projection, mais à un rythme peu soutenu.** L'investissement des entreprises, atone au premier semestre 2019, devrait être assez modeste au second, en raison de la relative faiblesse des échanges mondiaux et des préoccupations relatives à une aggravation des différends commerciaux, à un Brexit sans accord et à un atterrissage brutal en Chine. Au-delà du court terme, toutefois, il devrait bénéficier, dans la zone euro, de plusieurs facteurs fondamentaux favorables, l'incertitude étant supposée se dissiper progressivement. Tout d'abord, le manque d'équipements est invoqué plus souvent que de coutume par les entreprises manufacturières comme un facteur limitant la production. Deuxièmement, les conditions de financement devraient rester très avantageuses sur tout l'horizon de projection. Troisièmement, les bénéfices devraient augmenter, gonflant l'important excédent d'actifs liquides accumulé par les entreprises ces dernières années. Quatrièmement, les entreprises pourraient accroître leur investissement afin de compenser les contraintes pesant sur l'offre, en rapport avec la main-d'œuvre. Enfin, le ratio d'endettement des sociétés non financières a diminué ces dernières années sous l'effet d'un redressement du cours des actions, de l'accumulation ininterrompue d'actifs et de la progression modérée du financement par endettement, même si l'endettement brut consolidé est toujours supérieur à ses niveaux d'avant la crise. Dans le même temps, les paiements d'intérêts bruts de ces sociétés, qui ont plongé à des niveaux exceptionnellement bas ces dernières années, ne devraient se redresser que graduellement à l'avenir.

**Les exportations hors zone euro demeureraient modérées pendant les derniers mois de 2019 avant de s'accroître sur le reste de la période, globalement en phase avec l'évolution de la demande extérieure (cf. l'encadré 2).** La croissance des exportations hors zone euro a été volatile ces derniers temps. La constitution de stocks à l'approche de la date initiale du Brexit, en mars 2019, a stimulé les exportations de la zone euro vers le Royaume-Uni au premier trimestre de cette année. Selon les estimations, cet effet aurait été annulé au deuxième trimestre, entraînant une stagnation des exportations hors zone euro. Les indicateurs à court terme relatifs aux échanges commerciaux demeurant bas, les exportations hors zone euro devraient être faibles au second semestre 2019 et progresser plus lentement que la demande étrangère. À moyen terme, elles devraient se redresser et s'accroître à peu près au même rythme que la demande extérieure, de sorte que les parts de marché à l'exportation ne varient pas. La progression des importations hors zone euro devrait également demeurer assez modérée à court terme, en raison de l'évolution des exportations mais aussi de l'atonie de l'investissement et de l'activité dans certains pays de la zone. À plus long terme, les importations hors zone euro devraient croître globalement au même rythme que la demande totale (demande intérieure et exportations). Dans l'ensemble, la contribution des exportations nettes à

la croissance du PIB en volume devrait être négative au second semestre 2019, avant de devenir neutre sur le reste de l'horizon de projection.

## Encadré 2

### L'environnement international

---

**La croissance du PIB mondial en volume a continué de s'atténuer au premier trimestre 2019, principalement sous l'effet d'un ralentissement dans plusieurs économies de marché émergentes.** Si l'activité est restée stable en Chine au premier trimestre de cette année en raison de la résilience de la consommation privée, plusieurs autres économies de marché émergentes d'Asie, d'Amérique latine et de la Communauté des États indépendants ont connu une nette contraction. Cette évolution a reflété non seulement une combinaison de facteurs idiosyncratiques défavorables (surtout au Brésil et en Russie), mais aussi la persistance d'autres vents contraires, comme la forte incertitude politique au niveau national (notamment au Mexique et au Brésil). En revanche, la croissance du PIB en volume a comparativement bien résisté au premier trimestre dans la plupart des économies avancées, essentiellement du fait de facteurs temporaires favorables dans certains pays (tels que la contribution positive des exportations nettes et la constitution de stocks aux États-Unis, et la constitution de stocks avant la date initiale du Brexit au Royaume-Uni). L'incidence de ces facteurs s'étant atténuée, la croissance a ralenti au deuxième trimestre dans les économies avancées, conformément aux projections de juin 2019. Ainsi, aux États-Unis, elle a souffert de la contribution négative des exportations nettes (stabilisation des importations et baisse des exportations), malgré la relance budgétaire et la bonne tenue de la consommation privée. Au Royaume-Uni, l'activité s'est contractée au deuxième trimestre en raison, notamment, d'une diminution de l'investissement. Les résultats d'enquêtes récentes, comme l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro), confirment que la dynamique de la croissance mondiale s'est probablement encore essoufflée au deuxième trimestre. Après un léger rebond en juillet, cet indice s'est remis à baisser en août, laissant prévoir le maintien d'un niveau d'activité modéré à l'échelle mondiale.

**La croissance mondiale devrait demeurer en demi-teinte au second semestre 2019.** Divers vents contraires continueront de souffler sur l'économie mondiale. Dans le secteur manufacturier, l'activité devrait demeurer faible en raison d'un ralentissement de la progression de l'investissement, mais aussi de la consommation de biens durables, lesquels constituent les débouchés d'une large part de la production manufacturière. Étant donné le niveau élevé d'incertitude qui entoure l'avenir des relations commerciales internationales, il est peu probable que la croissance de l'investissement se redresse à court terme. Face au ralentissement de l'économie mondiale, les décideurs du monde entier ont pris des mesures visant à atténuer les effets négatifs de ces circonstances défavorables. En Chine, on s'attend que les mesures de relance budgétaire destinées à amortir le freinage de la demande intérieure porteront leurs fruits essentiellement au second semestre de l'année<sup>3</sup>. Aux États-Unis, outre l'importante relance budgétaire procyclique et le récent accord sur une plus grande flexibilité du plafond des dépenses publiques, la Réserve fédérale a décidé d'abaisser son taux d'intérêt de référence afin de soutenir l'expansion économique en cours. En outre, plusieurs autres économies ont assoupli leur politique monétaire (Australie, Brésil, Corée du Sud, Indonésie, Inde et

---

<sup>3</sup> La Chine a annoncé pour cette année un train de mesures de relance budgétaire représentant 2 à 3 % du PIB. Toutefois, seuls certains éléments de ce plan ont été mis en œuvre et expliqués en détail. Il s'agit, notamment, d'une réduction du taux de TVA, entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> avril, qui devrait avoir une incidence plus importante au second semestre de cette année, et d'une augmentation du quota d'emprunt des administrations locales, dès le début de l'année, qui devrait servir à financer leurs dépenses d'infrastructures.

Turquie, par exemple) et les anticipations du marché contenues dans les hypothèses techniques laissent penser que d'autres suivront cet exemple.

**À moyen terme, la croissance de l'économie mondiale devrait se redresser et se stabiliser à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, de 3,8 %.** Après avoir reculé de 3,8 % en 2018 à 3,1 % en 2019, la croissance mondiale (hors zone euro) devrait reprendre et se stabiliser à 3,5 % en 2021. Son évolution est déterminée par trois grands facteurs. Premièrement, la dynamique conjoncturelle observée dans les économies avancées devrait se ralentir à mesure que les contraintes de capacité se durcissent, dans un contexte d'écart de production positifs et de faibles taux de chômage dans les grandes économies, tandis que le soutien des politiques publiques diminuerait peu à peu vers la fin de l'horizon de projection. Deuxièmement, le ralentissement progressif de l'économie chinoise et son rééquilibrage au détriment de l'investissement et en faveur de la consommation devraient avoir un effet négatif sur la croissance mondiale et sur le commerce en particulier. Troisièmement, les économies de marché émergentes (hormis la Chine) devraient, au contraire, soutenir la croissance mondiale, étant donné qu'elles se remettent de récessions antérieures et que les écarts de production négatifs se réduisent. Les perspectives de croissance mondiale sont révisées à la baisse sur l'horizon de projection par rapport aux projections de juin 2019, en raison d'une reprise moins vive qu'escompté dans certaines économies de marché émergentes et, dans une moindre mesure, des répercussions des tensions commerciales actuelles.

## L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2019				Juin 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
<b>PIB mondial en volume (hors zone euro)</b>	3,8	3,1	3,4	3,5	3,8	3,3	3,6	3,6
<b>Commerce mondial (hors zone euro)<sup>1)</sup></b>	4,6	0,4	2,2	2,9	4,6	0,7	2,8	3,4
<b>Demande extérieure adressée à la zone euro<sup>2)</sup></b>	3,7	1,0	1,9	2,7	3,6	1,7	2,6	3,1

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

**Selon les estimations, le commerce mondial a notablement diminué cette année dans le contexte d'un ralentissement de l'activité industrielle, d'une aggravation des tensions commerciales et, dans une certaine mesure, d'un affaiblissement du cycle technologique.** Les données des comptes nationaux laissent penser que, après avoir marqué le pas à la fin 2018, la progression des importations mondiales (hors zone euro) est devenue négative au premier trimestre 2019, globalement en phase avec les projections de juin 2019. Cette contraction a été constatée dans l'ensemble des pays. Outre des facteurs ponctuels (comme la faiblesse temporaire de la demande intérieure aux États-Unis en raison de la paralysie partielle du gouvernement fédéral), elle s'explique principalement par l'atonie des échanges en Asie, qui semble associée au ralentissement de la demande intérieure en Chine. Enfin, des chocs spécifiques liés à l'affaiblissement du cycle technologique ou à des perturbations dans le secteur automobile ont pu également jouer un rôle, même s'ils se sont sans doute limités à certains pays. La progression des échanges commerciaux internationaux devrait globalement se stabiliser au deuxième trimestre.

**À moyen terme, les importations mondiales devraient s'accroître progressivement, augmentant à un rythme plus modéré que l'activité internationale.** L'intensification récente des tensions commerciales, dont les effets continueront de se faire sentir en 2020, ainsi qu'une reprise plus graduelle qu'escompté dans les économies de marché émergentes contribueront à freiner le

redressement des échanges internationaux. La hausse des importations mondiales (hors zone euro) devrait ralentir notablement, revenant de 4,6 % en 2018 à 0,4 % cette année, avant de reprendre pour atteindre 2,2 % en 2020 et 2,9 % en 2021. L'augmentation des droits de douane devrait réduire les échanges commerciaux mondiaux et, de ce fait, peser sur la demande extérieure adressée à la zone euro. Des analyses empiriques montrent que la réorientation des échanges vers des pays tiers, y compris la zone euro, qui pourrait atténuer l'effet négatif de la hausse des droits de douane sur le commerce mondial, est très limitée à l'heure actuelle. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro, qui a été de 3,7 % l'an dernier, devrait se replier à 1,0 % en 2019, avant de remonter progressivement à 1,9 % en 2020 et 2,7 % en 2021. Par rapport aux projections de juin 2019, elle a été fortement révisée à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, ce qui reflète non seulement l'incidence des droits de douane mais aussi la faiblesse généralisée des importations dans les économies avancées et émergentes, en raison de perspectives de croissance moins optimistes. Les perspectives des échanges commerciaux internationaux, telles qu'intégrées aux projections de septembre 2019, restent inférieures à celles des projections les plus récentes d'autres établissements, surtout pour 2019.

---

**La hausse de l'emploi devrait rester modérée, sous l'effet, notamment, de facteurs temporaires à court terme, tandis que des contraintes liées à l'offre de main-d'œuvre devraient apparaître à plus long terme.** Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'augmentation des effectifs a été de 0,2 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2019, ce qui indique un ralentissement par rapport aux quatre dernières années. La hausse de l'emploi devrait demeurer assez modérée sur l'horizon de projection, limitée par l'offre de main-d'œuvre, tandis que la demande de main-d'œuvre devrait aussi s'infléchir, en phase avec la décélération de l'activité.

**L'accroissement de la population active se ralentirait au cours de l'horizon de projection.** La population active devrait continuer d'augmenter, reflétant les projections d'immigration nette de travailleurs, l'intégration attendue des réfugiés et une hausse ininterrompue du taux d'activité. Ces facteurs devraient toutefois s'affaiblir graduellement sur l'horizon de projection, de sorte que l'incidence défavorable du vieillissement de la population sur l'accroissement de la population active devrait donc se renforcer, les classes d'âge les plus avancées étant plus nombreuses à sortir du marché du travail que les plus jeunes à y entrer.

**En 2021, le taux de chômage reviendrait à 7,3 %.** Le taux de chômage a reculé à 7,6 % au deuxième trimestre 2019, soit son plus bas niveau depuis le troisième trimestre 2008. Il devrait demeurer globalement inchangé jusqu'au début 2020 et diminuer par la suite. Le reflux du chômage devrait se généraliser à tous les pays, mais les taux pour 2021 resteraient très disparates.

**La productivité du travail se raffermirait au cours de l'horizon de projection.** La productivité du travail par employé et par heure, qui était restée très soutenue en 2017, a décliné en 2018 sous l'effet du ralentissement imprévu de l'activité. Sa hausse devrait culminer à 0,9 % d'ici 2021, l'activité devant connaître un regain de dynamisme, tandis que le rythme de croissance de l'apport de main-d'œuvre s'affaiblirait.

**Par rapport aux projections de juin 2019, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2019 et 2020, alors qu'elle est restée inchangée pour 2021.**

Les perspectives à court terme ont été révisées à la baisse pour les troisième et quatrième trimestres 2019 en raison de la faiblesse persistante des indicateurs de confiance, qui reflètent principalement le tassement plus persistant que prévu des échanges internationaux et les incertitudes au niveau mondial. Ces révisions à la baisse impliquent un moindre effet de report pour 2020, ce qui réduit la croissance annuelle du PIB pour la même année. Le profil d'évolution trimestriel de la croissance économique demeure cependant inchangé par rapport au début 2020, l'effet de la lourde révision à la baisse de la demande extérieure étant globalement contrebalancé par l'incidence de conditions de financement plus favorables et de la chute des prix du pétrole.

### Encadré 3

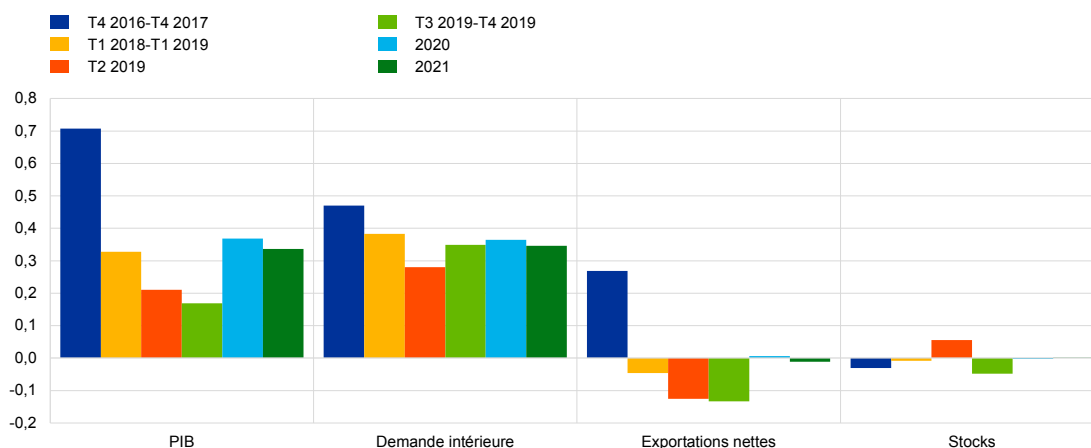
La demande intérieure dans la zone euro est-elle résistante aux chocs externes ?

**Le présent encadré met en évidence certaines données relatives à la résilience de la demande intérieure de la zone euro face aux chocs externes défavorables.** Le ralentissement de la croissance du PIB en volume de la zone euro entre le quatrième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2019 a été largement associé à un tassement des exportations nettes, la contribution de la demande intérieure étant nettement moins importante (cf. le graphique A). L'augmentation de la demande intérieure devrait demeurer assez soutenue sur l'horizon de projection, stimulant la croissance du PIB en volume, tandis que la contribution des exportations nettes deviendrait neutre.

#### Graphique A

PIB et composantes de la demande

(croissance moyenne en glissement trimestriel ; contributions)



Sources : Eurostat ; projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE ; et calculs de la BCE.

Note : la décomposition du PIB du deuxième trimestre 2019 n'étant pas disponible à la date d'arrêt des projections, elle a été estimée par les services de la BCE.

**Selon les modèles de la BCE, le ralentissement de la hausse de la demande intérieure dans la zone euro sous l'effet de faiblesses extérieures a été moins marqué que ne le laissent supposer les observations de très long terme.** Certes, les événements extérieurs ont clairement joué un rôle significatif dans le ralentissement économique observé depuis la fin 2017, principalement en affaiblissant la croissance des exportations. Au cours de l'année 2018, le choc externe négatif s'est répercuté sur la demande intérieure. Cependant, à en croire les modèles de la BCE évaluant les moteurs de l'évolution de la croissance du PIB dans le temps, dans le cas de la

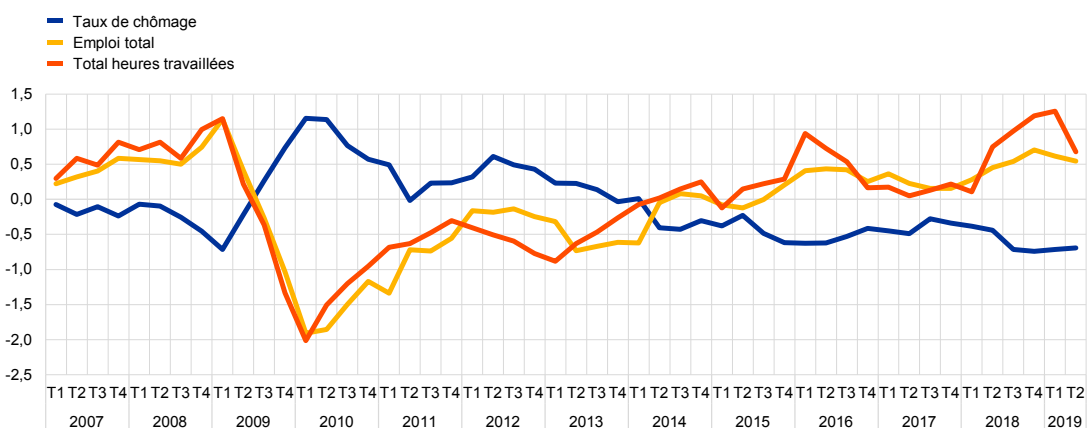
demande intérieure, des facteurs positifs ont également joué l'an dernier pour atténuer l'incidence défavorable du recul de la demande extérieure. Cela peut être interprété comme un signe de résilience de la demande intérieure, puisque sa détérioration sous l'effet des chocs externes a été moins importante qu'on pouvait s'y attendre au vu des observations de très long terme intégrées dans les modèles de la BCE. Cette résilience de la demande intérieure pourrait, quant à elle, être attribuable à la vigueur du marché du travail ainsi qu'à d'autres facteurs favorables.

**La résistance aux chocs externes défavorables dont fait preuve la demande intérieure dans la zone euro pourrait provenir en partie de la capacité d'absorption<sup>4</sup> du marché du travail.** La croissance de l'emploi et le taux de chômage ont fait preuve d'un degré élevé de résilience depuis 2017, l'emploi progressant à un rythme étonnamment soutenu, malgré le ralentissement de l'activité. L'estimation d'une relation statique simple entre emploi/chômage et PIB illustre ce point (cf. le graphique B). La progression de l'emploi a été de plus en plus supérieure aux prédictions de la relation d'Okun pendant l'année 2018 et elle a dépassé de 0,5 point de pourcentage le niveau prévu au deuxième trimestre 2019. Récemment, le total des heures travaillées a également augmenté plus que les prédictions, tandis que le taux de chômage a eu tendance à s'établir au-dessous<sup>5</sup>. Cette évolution est notamment liée au grand nombre d'emplois créés dans le secteur des services. La résilience du marché du travail peut s'expliquer, entre autres, par le fait que les échanges commerciaux avec l'extérieur consomment beaucoup moins de main-d'œuvre que les autres composantes du PIB. Ainsi, il est possible que les chocs défavorables provenant des échanges extérieurs aient eu un effet négatif assez limité sur le marché du travail par rapport à ceux provenant de la demande intérieure<sup>6</sup>.

## Graphique B

### Résidus des estimations statiques d'Okun

(en points de pourcentage)



Sources : calculs des services de la BCE à partir de données d'Eurostat et des projections de septembre 2019

Notes : un résidu positif indique que la variable en question a atteint un niveau plus élevé que prédit par la relation d'Okun. Le graphique présente les résidus relatifs au taux de chômage et aux taux de croissance annuelle de l'emploi total et du nombre total d'heures travaillées. Les estimations reposent sur les données de la période comprise entre le premier trimestre 1998 et le deuxième trimestre 2019. Résidus d'une relation statique d'Okun qui relie les variations annuelles du taux de chômage, le taux de croissance annuel de l'emploi total et le taux de croissance annuel du nombre total d'heures travaillées au taux de croissance annuel du PIB en volume de la même période.

<sup>4</sup> La capacité d'absorption peut aussi se comprendre comme la capacité d'une économie à atténuer l'effet direct d'un choc, c'est-à-dire à minimiser les pertes directes en termes de production et d'emplois, en le répercutant sur d'autres variables servant de stabilisateurs, par exemple des salaires et prix réactifs, l'octroi de crédit et le partage des risques financiers. Cf. [Commission européenne \(2017\)](#).

<sup>5</sup> Cf. « [Croissance de l'emploi et PIB dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

<sup>6</sup> Cf. Anderton, R., Aranki, T., Bonthuis, B. et Jarvis, V., « [Disaggregating Okun's Law: Decomposing the impact of the expenditure components of GDP on euro area unemployment](#) », *Working Paper Series*, n° 1747, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2014.



**Outre le marché du travail, plusieurs autres facteurs ont pu contribuer à la résilience de la demande intérieure dans la zone euro durant la période évaluée.** Ces facteurs comprennent l'orientation accommodante de la politique monétaire, favorable aux conditions de financement, des améliorations des bilans des sociétés non financières et des ménages telles que le désendettement du secteur privé et l'augmentation du patrimoine net, des anticipations de croissance dynamique de l'excédent brut d'exploitation et un certain assouplissement budgétaire.

**En résumé, le ralentissement de l'activité observé dans la zone euro depuis 2017 s'explique dans une large mesure par un environnement extérieur moins favorable, tandis que la demande intérieure a relativement bien résisté, sous l'effet, notamment, de la vigueur du marché du travail.** Pour la période à venir, les projections de septembre 2019 estiment que, malgré une révision à la baisse du dynamisme de l'environnement extérieur, le marché du travail de la zone euro continuera de soutenir le revenu disponible des ménages et que d'autres facteurs favorables à la demande intérieure resteront en place, même s'ils joueront un rôle moins important que par le passé.

---



## 2 Prix et coûts

**L'inflation mesurée par l'IPCH devrait ressortir, en moyenne, à 1,2% en 2019, revenir à 1,0% en 2020 et remonter à 1,5% en 2021 (cf. le graphique 2).** L'inflation IPCH sera volatile et restera assez modérée jusqu'au second semestre 2020, essentiellement du fait de l'évolution de sa composante énergie, liée à la baisse récente des prix du pétrole, à des effets de base haussiers et baissiers et, dans une certaine mesure, à un recul des prix administrés de l'électricité et du gaz. Cette composante énergie demeurera négative jusqu'à la fin 2020 et ne deviendra positive qu'en 2021, lorsque la courbe des contrats à terme sur le pétrole se stabilisera. Quant à la composante produits alimentaires de l'IPCH, elle devrait progresser d'environ 1,9 %, après une hausse à court terme due aux effets retardés d'augmentations passées des prix à la production. L'inflation IPCH hors énergie et produits alimentaire évoluera sans réelle tendance au cours de 2020 et s'accélérera à 1,5 % en 2021. L'orientation légèrement haussière de l'inflation sous-jacente devrait être entretenue par la reprise attendue de l'activité et le redressement associé des marges bénéficiaires, les augmentations antérieures des coûts de main-d'œuvre se répercutant sur les prix. En conséquence, les tensions sur les coûts d'origine interne devraient s'accroître. L'inflation sous-jacente devrait également être soutenue par la montée des prix des produits de base hors énergie et l'inflation sous-jacente mondiale.

**Graphique 2**  
IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Note : 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.

**L'augmentation de la rémunération par tête devrait être relativement vigoureuse, les conditions restant tendues sur les marchés du travail.** Après avoir atteint un pic en 2019 dans le contexte d'un ralentissement conjoncturel de la croissance de la productivité, la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre

devrait quelque peu se modérer sur l'horizon de projection, les gains de productivité devant se raffermir parallèlement à la croissance économique. Le principal moteur de la hausse des salaires est le resserrement projeté des conditions sur les marchés du travail dans certaines parties de la zone euro. Au-delà de la dynamique conjoncturelle, l'accélération de l'inflation globale observée ces deux dernières années pourrait aussi contribuer à une progression relativement forte des salaires dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments rétrospectifs. En outre, certains pays ont procédé à des relèvements du salaire minimum qui pourraient se répercuter sur la distribution des salaires.

**Les marges bénéficiaires évolueraient plus favorablement sur l'horizon de projection qu'en 2018.** Au cours des derniers trimestres, les marges bénéficiaires ont été contenues par une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et par les augmentations passées des prix du pétrole qui ont pesé sur les termes de l'échange et, de ce fait, sur l'évolution des marges bénéficiaires. Le poids de ces facteurs devrait diminuer après les baisses récentes des prix du pétrole et à mesure que l'activité économique reprend.

**La hausse des prix à l'importation devrait s'atténuer en 2019 et s'accélérer modérément sur le reste de l'horizon de projection.** Après une forte progression en 2018, le taux de croissance annuel du déflateur des prix à l'importation devrait se replier en 2019, puis remonter peu à peu d'ici 2021. Son évolution est largement déterminée par les fluctuations des prix du pétrole, qui ont fait augmenter les prix à l'importation en 2018 et les freineront sur l'horizon de projection, même si leur incidence diminuera graduellement, avec l'atténuation, vers la fin de la période de projection, de la pente négative de la courbe des rendements des contrats à terme sur le pétrole. Dans le même temps, la hausse des prix à l'importation serait favorisée, quoique dans une moindre mesure, par le renchérissement des produits de base hors pétrole et l'intensification des tensions mondiales sous-jacentes sur les prix.

**Par rapport aux projections de juin 2019, les perspectives de progression de l'IPCH sont révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection.** Ces révisions s'expliquent essentiellement par la composante énergie de l'indice, qui est fortement révisée à la baisse, aussi bien pour 2019 que pour 2020, en raison de la baisse des prix du pétrole. De plus, la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est également révisée à la baisse sous l'effet d'une dégradation des données, d'un ralentissement de l'activité, des répercussions indirectes du recul des prix de l'énergie et de la persistance de prévisions excessives dans le passé.

## 3 Perspectives budgétaires

### **L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait être légèrement expansionniste sur l'ensemble de l'horizon de projection.**

L'orientation des politiques budgétaires est mesurée par la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Neutre en 2018, l'orientation budgétaire devrait prendre un tour légèrement expansionniste en 2019 en raison, principalement, de baisses de la fiscalité directe et de hausses des dépenses publiques dans certains pays. Pour 2020, un assouplissement budgétaire légèrement plus important est projeté, essentiellement du fait de nouvelles réductions de la fiscalité directe et d'une augmentation des transferts dans certains pays. Quant à 2021, l'assouplissement budgétaire proviendrait en grande partie d'Allemagne, qui a connu une hausse des dépenses publiques et l'abrogation partielle, il y a peu, de la taxe de solidarité, mesure qui réduit le poids de la fiscalité directe pesant sur les ménages.

### **Le solde budgétaire de la zone euro devrait se dégrader sur tout l'horizon de projection, tandis que le ratio de la dette publique demeurerait orienté à la baisse.**

La plus forte détérioration du solde budgétaire devrait avoir lieu en 2019, en raison de l'orientation budgétaire expansionniste. Par la suite, le solde budgétaire global devrait diminuer plus lentement, le nouvel assouplissement budgétaire étant partiellement contrebalancé par une réduction des paiements d'intérêts, tandis que la composante conjoncturelle resterait largement inchangée. La tendance baissière du ratio de la dette publique par rapport au PIB est soutenue par des soldes primaires positifs, mais en baisse, et par un différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance.

### **Les perspectives budgétaires de la zone euro restent globalement inchangées par rapport aux projections de juin 2019.**

La légère augmentation du déficit budgétaire en fin d'horizon de projection reflète le nouvel assouplissement budgétaire et la détérioration de la composante conjoncturelle, partiellement compensés par une baisse des charges d'intérêt. Le ratio de la dette publique devrait être en légère augmentation par rapport aux projections de juin 2019, en raison d'une révision à la hausse du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance ainsi que d'excédents primaires moins élevés.

#### **Encadré 4**

##### Analyses de sensibilité

---

**Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de variables clés déterminées.** Certaines de ces variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, l'examen de leur sensibilité à d'autres trajectoires de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques inhérents aux projections. Le présent encadré étudie l'incertitude entourant certaines hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces variables.

## 1) Autres trajectoires des prix du pétrole

**Cette analyse de sensibilité vise à évaluer les effets qu'auraient des trajectoires différentes des prix du pétrole.** Les hypothèses techniques relatives à l'évolution des prix du pétrole sous-tendant le scénario de référence des projections, fondées sur les marchés à terme, prévoient une tendance légèrement baissière, le prix du baril de pétrole brut Brent ressortant à environ 56 dollars fin 2021. L'analyse porte sur deux autres trajectoires des prix du pétrole. La première repose sur le 25<sup>e</sup> centile de la distribution fournie, le 19 août 2019, par les densités implicites dans les options sur le pétrole. Elle laisse entrevoir une baisse progressive du prix du pétrole, jusqu'à 42 dollars le baril en 2021, soit 25 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence pour cette année-là. Cette trajectoire, qui utilise la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème, aurait un faible effet accélérateur sur la croissance du PIB en volume (environ 0,1 point de pourcentage en 2020 et 2021), tandis que la progression de l'IPCH serait inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2019, de 0,6 point de pourcentage en 2020 et de 0,4 point de pourcentage en 2021. La deuxième trajectoire est fondée sur le 75<sup>e</sup> centile de la même distribution et fait apparaître une augmentation du prix du pétrole jusqu'à environ 69 dollars le baril en 2021, soit 22 % au-dessus de l'hypothèse de référence pour cette année-là. Cette trajectoire entraînerait une accélération de la progression de l'IPCH, qui serait supérieure de 0,1 point de pourcentage en 2019, de 0,5 point de pourcentage en 2020 et de 0,3 point de pourcentage en 2021, tandis que la croissance du PIB en volume ralentirait quelque peu (de 0,1 point de pourcentage en 2020 et en 2021).

## 2) Une autre trajectoire du taux de change

**Cette analyse de sensibilité examine les effets d'un raffermissement du taux de change de l'euro.** Ce scénario est cohérent avec la distribution des densités neutres au risque implicites dans les options sur le taux de change USD/EUR au 19 août 2019, qui penche fortement vers une appréciation de l'euro. Le 75<sup>e</sup> centile de cette distribution fait apparaître une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1 euro pour 1,25 dollar en 2021, soit 12 % de plus que dans l'hypothèse de référence pour cette année-là. L'hypothèse correspondante pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduit des observations de très long terme, dans lesquelles les variations du taux USD/EUR reflètent des fluctuations du taux de change effectif avec une élasticité d'un peu plus de 50 %. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème laisse prévoir à la fois une croissance du PIB en volume et une progression de l'IPCH inférieures de 0,3 point de pourcentage en 2020 et de 0,4-0,5 point de pourcentage en 2021.

---

## 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.** Elles ne sont toutefois strictement comparables ni entre elles, ni avec les projections macroéconomiques des services de la BCE et de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses

relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les prix du pétrole et des autres produits de base. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés divergent également selon les prévisions (cf. le tableau ci-dessous).

**Comme il ressort du tableau ci-dessous, la plupart des prévisions actuellement disponibles auprès des autres institutions concernant la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH se situent à l'intérieur des intervalles des projections établies par les services de l'Eurosystème (entre crochets dans le tableau).** Le taux d'inflation IPCH pour 2020 calculé par la BCE est nettement inférieur aux autres prévisions, peut-être du fait que les hypothèses relatives aux prix du pétrole sont plus à jour dans les projections de septembre 2019.

Comparaison des prévisions récentes 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		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Projections des services de la BCE</b>	Septembre 2019	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0	1,5
		[0,9 - 1,3]	[0,4 - 2,0]	[0,4 - 2,4]	[1,1 - 1,3]	[0,4 - 1,6]	[0,7 - 2,3]
<b>OCDE</b>	Mai 2019	1,2	1,4	-	1,2	1,5	-
<b>Baromètre de la zone euro</b>	Août 2019	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
<b>Consensus Economics</b>	Août 2019	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6
<b>Commission européenne</b>	Juillet 2019	1,2	1,4	-	1,3	1,3	-
<b>Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)</b>	Juillet 2019	1,2	1,3	1,4	1,3	1,4	1,5
<b>FMI</b>	Juillet 2019	1,3	1,6	-	-	-	-

Sources : *Perspectives économiques de l'OCDE*, mai 2019 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, enquête d'août 2019 ; prévisions de Consensus Economics, enquête d'août 2019 ; prévisions économiques de la Commission européenne, prévisions intermédiaires de l'été 2019 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), T3 2019 ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mise à jour de juillet 2019.

Notes : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE comme les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que, pour la Commission européenne et le FMI, les taux de croissance annuels ne sont pas corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas si elles sont ou non corrigées du nombre de jours ouvrés.

© Banque centrale européenne, 2019

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

Veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (uniquement disponible en anglais) pour toute question terminologique.

HTML ISSN 2529-4482, QB-CE-19-002-FR-Q

PDF ISSN 2529-4482, QB-CE-19-002-FR-N