



Septembre 2017

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

La croissance économique dans la zone euro devrait, sur l'horizon de projection, se poursuivre à des taux bien supérieurs à son potentiel. Après avoir atteint un point haut d'après-crise de 2,2 % en 2017, la croissance annuelle du PIB en volume devrait atteindre environ 1,8 % en moyenne en 2018 et 2019. L'orientation très accommodante de la politique monétaire, les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs et l'amélioration continue de la situation sur les marchés du travail devraient soutenir la demande intérieure. Dans le même temps, en dépit de la récente appréciation de l'euro, la reprise mondiale devrait favoriser les exportations de la zone euro.

L'inflation globale devrait ralentir à court terme, principalement en raison d'effets de base de la composante énergie, avant de progresser à nouveau, pour ressortir à 1,5 % en 2019. Bien que freinée par la récente appréciation du taux de change de l'euro, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer graduellement au fil du temps à la suite de la résorption attendue de la sous-utilisation des capacités productives.

1 L'économie réelle

Les indicateurs de confiance favorables laissent penser que la reprise économique continuera d'être vigoureuse. Sous l'effet d'une forte contribution de la demande intérieure, l'accroissement du PIB en volume a atteint 0,6 % au deuxième trimestre 2017. L'amélioration de la situation sur les marchés du travail s'est poursuivie ces derniers mois, avec un recul du taux de chômage plus rapide que prévu. Le rythme de progression des exportations devant se normaliser quelque peu après les taux élevés observés en 2017, la croissance du PIB en volume devrait

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 pesant sur la stabilité des prix. Les projections réalisées par les services de la BCE ou de l'Eurosystème ne sont pas approuvées par le Conseil des gouverneurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion du Conseil des gouverneurs quant aux perspectives pour la zone euro. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections exercises*, publié par la BCE en juillet 2016 et disponible sur son site Internet. La date d'arrêt pour les hypothèses techniques, telles que les cours du pétrole et les taux de change, est le 14 août 2017 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 21 août 2017, hormis pour les comptes nationaux trimestriels publiés pour l'Espagne le 24 août, qui ont été inclus.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2017-2019. Les projections sur un horizon aussi long sont soumises à une très forte incertitude, ce dont il convient de tenir compte dans leur interprétation. Cf. l'article intitulé « Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème » du *Bulletin mensuel de la BCE* de mai 2013.

Vous pouvez accéder aux données utilisées pour établir certains tableaux et graphiques en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

légèrement ralentir à court terme, tout en restant bien au-dessus de son potentiel, conformément aux niveaux élevés de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise.

À moyen terme, la demande intérieure, soutenue par les bonnes conditions de financement et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, restera un moteur pour les perspectives de croissance. À plus long terme, plusieurs facteurs favorables devraient encore stimuler la consommation privée et les dépenses d'investissement sur l'horizon de projection. La transmission à l'économie de l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE se poursuit et les anticipations relatives à l'évolution des taux d'intérêt du marché (telles qu'intégrées dans les hypothèses techniques sur lesquelles repose cet exercice de projection) demeurent faibles sur la période considérée. L'activité de prêts au secteur privé continue de se développer, favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt et les conditions d'octroi favorables. La consommation privée devrait bénéficier de l'amélioration en cours de la situation sur les marchés du travail. La reprise de l'investissement des entreprises se poursuivra, traduisant notamment un renforcement des marges bénéficiaires dans un contexte de diminution des besoins de désendettement et d'accentuation des tensions sur la demande. L'investissement résidentiel sera soutenu par des perspectives de revenus et des conditions de financement favorables ainsi que par la faiblesse des rendements offerts par d'autres types d'investissements. Des éléments extérieurs devraient également appuyer la croissance étant donné le renforcement de l'activité économique mondiale et l'amélioration concomitante de la demande extérieure adressée à la zone euro.

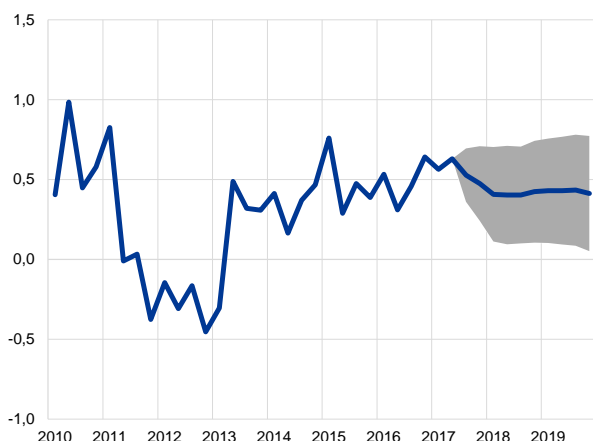
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

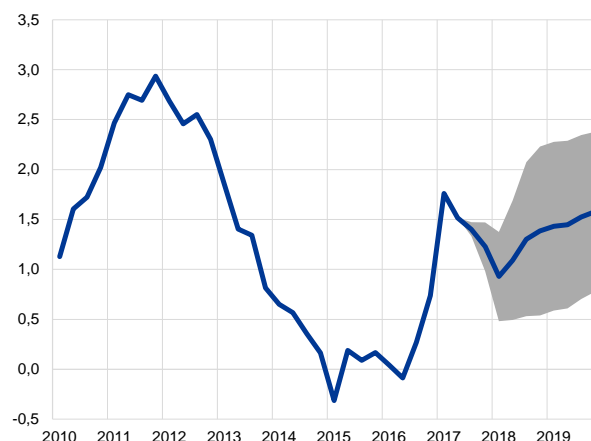
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



1) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur son site Internet.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

La vigueur de la consommation privée devrait se maintenir sur l'horizon de projection. Les derniers indices de la confiance des consommateurs, qui se maintient à des niveaux bien supérieurs à sa moyenne de long terme, suggèrent de solides dépenses de consommation à court terme, également favorisées par l'amélioration continue de la situation sur les marchés du travail. À moyen terme, la consommation privée évoluerait globalement en phase avec la progression du revenu disponible réel.

La croissance du revenu disponible nominal devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, même s'il est probable que la remontée de l'inflation freine l'accroissement du pouvoir d'achat réel des ménages. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible nominal devrait demeurer relativement stable sur la période considérée, le ralentissement de la croissance de l'emploi étant largement compensé par une hausse du taux de croissance de la rémunération par tête. La progression des autres revenus des ménages devrait être favorable, reflétant des évolutions positives des bénéfices et des revenus de la propriété. Bien que la croissance du revenu disponible réel se soit récemment affaiblie, elle devrait s'affermir quelque peu et rester vigoureuse sur l'horizon de projection.

L'augmentation de la consommation privée devrait également être favorisée par l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires, elles-mêmes confortées par les mesures de politique monétaire de la BCE, et par les progrès accomplis en matière de désendettement. Si le bas niveau des taux d'intérêt influence les intérêts reçus et versés par les ménages, il tend à redistribuer les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, cette redistribution devrait soutenir la consommation privée agrégée. De plus, les progrès réalisés en matière de désendettement stimuleraient aussi la consommation.

Le taux d'épargne des ménages devrait demeurer globalement stable sur l'horizon de projection. Cette stabilité globale du taux d'épargne au niveau de la zone euro masque des facteurs agissant en sens opposé. Des tensions à la baisse résultent de la diminution du chômage (qui implique une réduction de l'épargne de précaution), de l'amélioration des conditions de crédit et du bas niveau des taux d'intérêt, alors que des pressions haussières découlent des besoins persistants de réduire l'endettement brut et du lissage de la consommation dans le contexte de l'expansion conjoncturelle.

Encadré 1

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

Par rapport aux projections de juin 2017, les hypothèses techniques comprennent une appréciation sensible du taux de change effectif de l'euro et une légère diminution des taux d'intérêt. Les hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt et les prix des matières premières sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 14 août 2017. Les taux

d'intérêt à court terme se réfèrent au taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant basées sur les taux à terme. La méthodologie fait ressortir un niveau moyen de ces taux d'intérêt à court terme de -0,3 % pour 2017, -0,3 % pour 2018 et -0,1 % pour 2019. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,1 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019². Par rapport aux projections de juin 2017, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court et à long termes ont été révisées à la baisse de 10 à 20 points de base.

En ce qui concerne les prix des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, en prenant la moyenne de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 août, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 44,0 dollars en 2016 à 51,8 dollars en 2017, 52,6 dollars en 2018 et 53,1 dollars en 2019. Cette tendance implique que, en comparaison avec les projections de juin 2017, les cours du pétrole exprimés en dollars sont plus élevés de 0,5 % en 2017, de 2,3 % en 2018 et de 3,0 % en 2019. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter sensiblement en 2017 puis un peu plus modérément au-delà³.

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection, aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 août. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,13 en 2017 et de 1,18 entre 2018 et 2019, contre 1,09 dans les projections de juin 2017. Comparé aux anticipations de l'exercice de juin 2017, le taux de change effectif de l'euro (vis-à-vis des devises de 38 partenaires commerciaux) est supérieur de 2,1 % en 2017 et d'environ 4,4 % entre 2018 et 2019.

Hypothèses techniques

	Septembre 2017				Juin 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cours du pétrole (en dollars par baril)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Taux de change EUR/USD	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

² L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.

³ Les hypothèses relatives aux cours du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au troisième trimestre de 2018 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

La reprise de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre. Au cours des derniers trimestres, l'investissement en logement a nettement progressé dans de nombreux pays de la zone euro. Ce regain est soutenu par des conditions de financement favorables, par des réallocations de portefeuille en faveur du logement dans le contexte des faibles rendements offerts par les autres possibilités de placement à long terme ainsi que par l'amélioration en cours de la situation sur les marchés du travail. En outre, les processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de la plupart des pays de la zone euro semblent être arrivés à leur terme. Les conditions fondamentales nécessaires à la poursuite du redressement de l'investissement résidentiel demeurent réunies sur l'horizon de projection. Un certain ralentissement est toutefois à prévoir, traduisant la phase de maturité dans lequel est entré le cycle du logement, la dissipation de l'incidence des incitations dans certains pays, la persistance des besoins de désendettement dans d'autres et les tendances démographiques défavorables.

La reprise de l'investissement des entreprises devrait continuer sur l'horizon de projection. Elle devrait être soutenue par plusieurs facteurs : la confiance des chefs d'entreprise reste élevée en raison de prévisions de production et de carnets de commandes très favorables ; l'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter à des niveaux moyens supérieurs à ceux d'avant la crise ; les conditions de financement devraient demeurer très avantageuses sur l'horizon de projection ; il est nécessaire de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones ; et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières déjà doté de liquidités abondantes. De plus, au sein de la zone euro, les ratios d'endettement dans le secteur des sociétés non financières ont reculé dans un environnement caractérisé par l'augmentation des prix des actifs et la progression modérée du financement par endettement. Dans le même temps, certains facteurs devraient continuer de peser sur les perspectives d'investissement des entreprises. Il s'agit notamment des anticipations d'un affaiblissement de la croissance potentielle et des limites quant à la capacité d'intermédiation des banques dans certains pays.

Encadré 2

L'environnement international

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale demeure dynamique. Après un fléchissement temporaire enregistré en début d'année, les données solides et les enquêtes font état d'un rebond de la croissance du PIB mondial en volume au deuxième trimestre. Les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise montrent que l'optimisme reste de mise. Malgré le redressement des rendements obligataires à long terme observé ces dernières semaines, les conditions financières restent favorables dans les économies avancées, confortées par les politiques monétaires accommodantes. Dans les économies de marché émergentes, les marchés financiers continuent de faire preuve de résistance et les flux de capitaux à destination de ces pays sont vigoureux. À plus long terme, l'activité économique mondiale devrait légèrement s'accélérer. Les perspectives relatives aux économies avancées incluent une poursuite de la reprise conjoncturelle liée à la réduction progressive de leurs écarts de production. L'amélioration de l'activité est confortée par les politiques monétaires et budgétaires, bien que les anticipations de relance budgétaire aux États-Unis aient été revues à la baisse à la suite d'un changement survenu

dans le débat politique. S'agissant des économies de marché émergentes, la croissance se maintiendra dans les pays importateurs de matières premières comme l'Inde et la Chine, tandis que l'activité parmi les pays exportateurs de matières premières devrait atteindre un point bas au terme des profondes récessions traversées par ces économies. La croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) devrait atteindre 3,7 % en 2017 et 3,8 % d'ici 2018-2019. La reprise de l'activité depuis 2016 traduit en grande partie l'atténuation progressive des profondes récessions qui ont frappé les économies exportatrices de matières premières. Par rapport aux projections de juin 2017, la croissance du PIB mondial en volume est largement inchangée, avec des corrections à la baisse pour les États-Unis (à la suite d'hypothèses révisées en ce qui concerne les futures mesures de relance budgétaire), compensées par des anticipations d'une meilleure résistance des économies de marché émergentes.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

La croissance du commerce mondial a surpris favorablement début 2017. À moyen terme, le commerce mondial devrait croître en phase avec l'activité mondiale. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait augmenter de 4,7 % en 2017, de 3,4 % en 2018 et de 3,5 % en 2019. Par rapport aux projections de juin 2017, elle a été révisée à la hausse de 1,1 point de pourcentage pour 2017, en raison principalement de données meilleures que prévu concernant le premier trimestre.

Les exportations hors zone euro devraient être ralenties par les pertes de compétitivité causées par la récente appréciation de l'euro. Favorisées par une demande extérieure élevée et par la dépréciation de l'euro au second semestre 2016 et début 2017, les exportations hors zone euro se sont inscrites en forte hausse au cours du premier trimestre 2017. Pour la période à venir, les exportations hors zone euro devraient progresser à un rythme soutenu sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant une demande extérieure dynamique de la part des économies aussi bien développées qu'émergentes. Ces exportations devraient néanmoins pâtir de l'appréciation du taux de change de l'euro sur la période considérée, engendrant une correction à la baisse de l'évolution des parts de marché à l'exportation, qui devraient désormais enregistrer une diminution de 1,1 point de pourcentage sur l'horizon de projection. Contrairement aux exportations, les importations en provenance des pays hors zone euro devraient bénéficier des évolutions légèrement plus positives de la demande intérieure et de l'appréciation du taux de change de l'euro, réduisant ainsi quelque peu la contribution globale des exportations nettes à l'expansion économique.

Dans un environnement de croissance potentielle modérée, la sous-utilisation des capacités productives qui subsiste devrait se résorber sur l'horizon de projection. À la différence du PIB en volume, qui présente un taux de croissance relativement soutenu, le PIB potentiel devrait enregistrer une progression à peine supérieure à 1 % sur la période considérée. L'atonie de ce rythme de progression traduit en premier lieu une contribution assez faible du stock de capital, qui fait suite à une période prolongée d'investissements historiquement faibles. La contribution positive du travail à la croissance potentielle devrait se poursuivre, principalement sous l'effet de taux d'activité croissants imputables aux réformes structurelles passées. Elle demeurera toutefois quelque peu en dessous de sa moyenne d'avant la crise dans un contexte d'érosion de la contribution de la population en âge de travailler. La contribution de la productivité globale des facteurs devrait également être légèrement inférieure à son niveau d'avant la crise.

L'amélioration en cours de la situation sur les marchés du travail devrait perdurer tout au long de la période de projection. L'emploi en termes de personnes occupées a enregistré une hausse de 0,4 % au premier trimestre 2017 et, selon les estimations, s'est accru à un rythme similaire au deuxième trimestre de l'année. La récente vigueur de la croissance de l'emploi a concerné l'ensemble des pays mais est en partie attribuable à des facteurs temporaires favorables (comme les mesures de relance budgétaire adoptées dans certains pays de la zone euro). L'incidence de ces facteurs devant progressivement s'estomper, la croissance de l'emploi devrait légèrement fléchir, également sous l'effet des pénuries toujours plus grandes de main-d'œuvre qualifiée.

Conformément à son profil d'évolution conjoncturelle, la croissance de la productivité du travail devrait se raffermir à moyen terme. L'augmentation de l'utilisation des facteurs travail et capital dans le contexte d'une réduction de la sous-utilisation des capacités, une hausse du nombre d'heures travaillées par salarié et des gains de productivité globale des facteurs suggèrent un renforcement soutenu de la croissance de la productivité.

Le taux de chômage devrait encore diminuer. Le taux de chômage est tombé à 9,2 % au deuxième trimestre 2017, soit son plus bas niveau depuis mars 2009. Pour l'avenir, le nombre de chômeurs devrait continuer de baisser sensiblement. Le taux de chômage devrait revenir à 8,1 % en 2019 mais rester à un niveau supérieur à celui d'avant la crise (7,5 % en 2007).

Par rapport aux projections de juin 2017, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse pour 2017 et demeure globalement inchangée au-delà. Cette correction à la hausse est principalement due aux bonnes surprises apportées par les données récentes relatives au PIB. Plus généralement, l'amélioration des perspectives en matière de demande intérieure, en phase avec la grande confiance manifestée par les consommateurs et les chefs d'entreprise ainsi que la baisse des taux d'intérêt, est largement neutralisée par les effets négatifs exercés sur les exportations par la détérioration de la compétitivité-prix imputable à la récente appréciation de l'euro.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait présenter un profil d'évolution en forme de V sur l'horizon de projection alors que les effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie entraîneront un reflux de l'inflation à court terme, avant de faire place à une reprise progressive de l'inflation sous-jacente. La hausse de l'IPCH global devrait s'élever à 1,5 % en moyenne en 2017, tomber à 1,2 % en 2018, puis se renforcer pour atteindre 1,5 % en 2019. Les effets de base impliquent une réduction significative de la contribution de la composante énergie de l'IPCH à l'inflation globale entre 2017 et 2018. Quoique de faible ampleur, la hausse escomptée des cours du pétrole sur le reste de l'horizon de projection, telle qu'elle ressort de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, suggère un certain rebond de la composante énergie de l'IPCH en 2019. La récente progression de la composante produits alimentaires de l'IPCH devrait globalement se maintenir sur l'horizon de projection, reflétant entre autres un renchérissement plus vif que prévu des cours des matières premières alimentaires. La poursuite de la reprise économique devrait graduellement amplifier la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur la période considérée. L'un des facteurs essentiels à l'origine de cette hausse sera l'augmentation escomptée des coûts salariaux au fur et à mesure de l'atténuation de la sous-utilisation des capacités productives.

L'amélioration des conditions sur les marchés du travail devrait constituer le principal moteur de la hausse des tensions sur les coûts intérieurs dans les prochaines années. L'augmentation de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,5 % en 2017 à 2,3 % en 2019. Étant donné l'accentuation conjoncturelle attendue de la hausse de la productivité, le renforcement de la croissance des coûts salariaux unitaires devrait s'inscrire en légère baisse, s'établissant à 0,8 % en 2017 et à 1,4 % en 2019. La réduction de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro et les pénuries croissantes de main-d'œuvre dans certaines régions de la zone euro apparaissent comme des facteurs majeurs dans cette accélération de la hausse des salaires. Au-delà, le récent accroissement significatif de l'inflation globale devrait également se traduire au fil du temps par des hausses plus fortes des salaires nominaux dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments d'indexation ou d'anticipation rétrospectifs. En outre, plusieurs des facteurs qui freinent actuellement la progression des salaires devraient s'estomper progressivement. Parmi eux figurent la modération salariale dont certains pays ont besoin pour regagner de la compétitivité-prix et la modération salariale contenue associée aux rigidités contraignantes à la baisse observées sur les salaires nominaux pendant la crise. De plus, les mesures prises en vue d'alléger les cotisations de sécurité sociale devraient arriver à échéance.

Un élargissement des marges bénéficiaires est anticipé sur l'horizon de projection. Les augmentations des cours du pétrole et leur incidence sur les coûts des consommations intermédiaires dans le domaine de la production ainsi que, plus généralement, sur les termes de l'échange ont pesé sur les marges bénéficiaires début 2017. Au fur et à mesure que ces effets modérateurs se dissiperont, les

marges bénéficiaires devraient bénéficier de la poursuite de la reprise économique, même si elles devraient être quelque peu limitées, sur l'horizon de projection, par la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Les tensions sur les prix d'origine externe se sont fortement amplifiées au cours des derniers trimestres et devraient maintenir une certaine impulsion à la hausse également sur la période considérée. Le taux de progression annuel des prix à l'importation devrait redevenir positif en 2017, après quatre ans de baisse. Ce retournement résulte essentiellement du rebond des cours du pétrole et des matières premières hors énergie depuis 2016. Le ralentissement ultérieur escompté du rythme de progression traduit à la fois les évolutions modérées des cours des matières premières et l'incidence baissière de la récente appréciation de l'euro. Plus généralement, les tensions inflationnistes mondiales sous-jacentes devraient s'accroître progressivement sur l'horizon de projection à mesure que les coûts de production mondiaux augmenteront, en ligne avec la réduction de la sous-utilisation des capacités de production au niveau mondial. Toutefois, compte tenu de la persistance d'un niveau important de capacités inutilisées et des tensions concurrentielles à l'échelle internationale, cela ne devrait pas entraîner de tensions à la hausse significatives sur les prix à l'importation de la zone euro.

Par rapport aux projections de juin 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse. L'appréciation du taux de change de l'euro depuis le dernier exercice de projection exerce une pression baissière sur la hausse des prix mesurée par l'IPCH. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, cette pression baissière est partiellement contrebalancée par l'amélioration des perspectives relatives à la demande intérieure de la zone euro (cf. l'encadré 3).

Encadré 3

Évaluation de l'incidence de la récente appréciation de l'euro sur les perspectives d'inflation pour la zone euro

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro s'est apprécié ces derniers mois et, à la date d'arrêt du présent exercice de projection (14 août 2017), sa moyenne sur dix jours se situait 4,4 % au-dessus du niveau qui avait été anticipé dans les projections de juin 2017. Cet encadré analyse les facteurs à prendre en compte pour évaluer l'incidence de la récente appréciation sur les perspectives d'inflation dans la zone euro.

Quoique soumises à une grande hétérogénéité, les élasticités mises en évidence dans les modèles standard laissent généralement penser que les chocs de taux de change de l'ampleur observée au cours des derniers mois auraient des effets non négligeables sur les perspectives d'inflation dans la zone euro⁴. Néanmoins, ces élasticités sont uniquement valables pour les chocs exogènes de taux de change. Cependant, la récente appréciation a probablement été provoquée en grande partie par la poursuite de l'amélioration des perspectives de croissance économique dans la zone euro, qui traduit elle-même de meilleures anticipations

⁴ Cf., par exemple, l'article intitulé « La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

concernant la demande intérieure, facteur qu'il importe de prendre en compte lors de l'évaluation de l'incidence de la récente appréciation sur les perspectives d'inflation.

Dans les projections de septembre 2017, l'incidence globale de l'appréciation sur l'inflation est considérée comme bien plus modérée que ne le suggèrent les élasticités mises en évidence dans les modèles standard, qui indiquent généralement des chocs exogènes de taux de change.

De récentes études empiriques ont reconnu l'endogénéité des variations de taux de change et illustré la dépendance aux chocs de l'incidence de ces variations sur l'inflation⁵.

Autrement dit, la réaction des prix à une variation du taux de change peut différer selon la nature sous-jacente du ou des choc(s) à l'origine de l'évolution du taux de change, puisqu'elle peut refléter différents canaux de transmission. Si une appréciation est entièrement imputable à un choc favorable sur la demande, les estimations empiriques suggèrent même des tensions haussières sur les prix, provoquées par de meilleures perspectives concernant la demande intérieure. Étant donné que les anticipations d'une croissance économique plus favorable, qui reflètent de meilleures perspectives en termes de demande intérieure, constituent l'un des principaux facteurs de la récente appréciation de l'euro, les effets modérateurs de celle-ci sur l'inflation devraient être nettement plus limités que s'ils découlaient de chocs de taux de change purement exogènes, dont l'incidence est mesurée par les élasticités mises en évidence dans les modèles standard.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait en moyenne rester globalement neutre sur l'horizon de projection.

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. L'orientation de l'année 2017 est influencée par un rebond des investissements publics, après le faible résultat observé en 2016 et un paiement exceptionnel réalisé en Allemagne à l'intention des producteurs d'énergie nucléaire (environ 0,2 % du PIB national)⁶. L'orientation globalement neutre reflète des effets compensateurs du côté des dépenses et des recettes.

Sur l'horizon de projection, les ratios de déficit public et de dette publique devraient s'inscrire en baisse.

En raison principalement d'une amélioration de la composante conjoncturelle et d'un recul des paiements d'intérêts, il ressort de la projection budgétaire une diminution progressive du déficit public sur toute la période considérée. Le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles reste globalement inchangé. Le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait continuer de suivre une tendance baissière sur l'horizon de projection, soutenu par

⁵ Cf., par exemple, Shambaugh (J.), « *A new look at pass-through* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 4, pp. 560-591, juin 2008 ; Forbes (K.), Hjortsoe (I.) et Nenova (T.), « *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through* », *Discussion Paper* n° 43, Banque d'Angleterre, External MPC Unit, novembre 2015 ; et Ciccarelli (M.) et Osbat (C.), « *Low inflation in the euro area: Causes and consequences* », *Occasional Paper Series* n° 181, BCE, janvier 2017.

⁶ Ce versement a fait suite à un jugement rendu par la Cour constitutionnelle, qui a déclaré inconstitutionnelle la taxe sur le combustible nucléaire introduite pour la période 2011-2016.

une amélioration du solde primaire et un différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance⁷.

Par rapport aux projections de juin 2017, les perspectives relatives aux déficits budgétaires demeurent globalement inchangées alors que le ratio de la dette publique diminue quelque peu, reflétant principalement un écart plus favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance en 2017.

⁷ Le différentiel est calculé comme la différence entre le taux d'intérêt effectif nominal de la dette et le taux de croissance du PIB nominal.

Tableau 1**Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾**

(variations annuelles en pourcentage)

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

1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont basées sur des données corrigées des jours ouvrés.

2) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur son site Internet.

3) Y compris les échanges intra-zone euro.

4) Le sous-indice est basé sur des estimations de l'incidence réelle de la fiscalité indirecte. Il peut différer des données d'Eurostat, qui sont fondées sur une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.

5) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. le document de travail, n° 77, BCE, septembre 2001, et le 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**

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 la sensibilité de ces dernières à des trajectoires alternatives de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques

entourant les projections. Le présent encadré étudie l'incertitude concernant certaines hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces variables.

1) Une trajectoire 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 une trajectoire légèrement haussière du profil d'évolution des cours du pétrole, le prix du baril de pétrole brut Brent atteignant environ 53 dollars d'ici fin 2019. La trajectoire suivie par les contrats à terme sur le pétrole est cohérente avec une croissance modérée de la demande mondiale de pétrole, qui constitue un scénario associé à un certain renforcement de la reprise économique à l'échelle internationale. S'agissant des facteurs d'offre, la prolongation de l'accord conclu entre les producteurs de l'OPEP et les principaux producteurs hors OPEP ne s'est pas traduite par un relèvement significatif de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, probablement en raison du niveau encore élevé, bien qu'en baisse, des stocks ainsi que des inquiétudes relatives au non-respect de l'accord par certains des plus gros producteurs. En outre, la forte progression de la production de pétrole de schiste aux États-Unis a partiellement compensé les réductions opérées par les producteurs conventionnels. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de l'Eurosystème⁸ pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon de projection laisse actuellement entrevoir une hausse légèrement plus forte des prix du pétrole qu'anticipé dans les hypothèses techniques. Cette évolution pourrait être cohérente avec de nouvelles perturbations inattendues de l'offre à court et moyen termes, ce qui pourrait donner lieu plus rapidement que prévu à une convergence entre l'offre et la demande et, par conséquent, à une hausse des cours du pétrole. La concrétisation d'une trajectoire différente, à travers laquelle les cours du pétrole sont supérieurs de 3,8 % au scénario de référence d'ici 2019, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une faible accélération de la hausse de l'IPCH (de 0,1 point de pourcentage en 2019).

2) Une trajectoire différente du taux de change

Cette analyse de sensibilité permet d'examiner, à titre d'exemple, l'effet mécanique d'une trajectoire du taux de change de l'euro plus élevée par rapport à celle du scénario de référence. À des fins d'illustration, une trajectoire différente du taux de change de l'euro est basée sur le 75^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 août 2017. Cette trajectoire suppose une appréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,31 en 2019, soit environ 11 % au-dessus 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 hausse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à environ 6 % au-dessus du scénario de référence en 2019. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème suggère une baisse de 0,3 point de pourcentage de la croissance du PIB en volume

⁸ Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

tant en 2018 qu'en 2019 et d'un recul de l'IPCH, à hauteur de 0,4 et 0,5 point de pourcentage, en 2018 et 2019 respectivement. Il convient de noter que ces effets estimés sur la croissance et l'inflation ne s'exercent qu'en cas de chocs de taux de change purement exogènes (cf. l'analyse présentée dans l'encadré 3).

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

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (printemps 2017) ; rapport de surveillance de pays du FMI au titre de l'article IV, 25 juillet 2017 ; Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2017 ; Consensus économique, août 2017 ; MJEconomics pour le Baromètre de la zone euro, août 2017 ; Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), juillet 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. La reproduction à des fins pédagogiques et non commerciales est autorisée moyennant indication de la source.

ISSN 2529-4709 (pdf)

N° de catalogue UE QB-CF-17-001-FR-N (pdf)