



Juin 2018

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

Après un début d'année moins dynamique que prévu, l'expansion économique dans la zone euro devrait néanmoins demeurer vigoureuse et se maintenir à un rythme supérieur à son potentiel. Comme dans les précédents exercices de projection, la croissance du PIB en volume ralentirait graduellement sur l'horizon retenu, pour revenir de 2,1 % en 2018 à 1,7 % en 2020², sous l'effet de la lente dissipation de certains effets favorables. La progression de l'IPCH devrait s'établir à 1,7 % chaque année de la période de projection, malgré une certaine volatilité sur base trimestrielle. La trajectoire stable du taux d'inflation annuel moyen masque une baisse du rythme de variation annuel de la composante énergie, compensée par une accélération progressive de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, liée au renforcement des contraintes de capacité.

1

L'économie réelle

Le ralentissement de la croissance du PIB en volume au premier trimestre 2018 a reflété en partie des facteurs temporaires et a eu lieu plus tôt qu'anticipé précédemment. Après quatre trimestres consécutifs de forte dynamique (0,7 %) en 2017, la croissance du PIB en volume s'est ralentie à 0,4 % au premier trimestre 2018. Cet affaiblissement est en partie dû à plusieurs facteurs temporaires, au rang desquels figurent les mauvaises conditions météorologiques, les grèves dans certains pays de la zone euro ainsi que le niveau inhabituellement élevé des congés maladie pris en Allemagne en raison d'une épidémie de grippe saisonnière. En outre, il est probable que l'incidence négative de l'appréciation antérieure de l'euro ait été plus marquée que prévu et que les contraintes découlant des tensions sur l'offre de main-d'œuvre se soient matérialisées plus tôt

¹ Ces projections macroéconomiques réalisées par les services de l'Eurosystème apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pesant sur la stabilité des prix. Les projections des services de la BCE ou de l'Eurosystème ne sont pas approuvées par le Conseil des gouverneurs et ne reflètent pas nécessairement son opinion 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'arrêté pour les hypothèses techniques, telles que les cours du pétrole et les taux de change, est le 22 mai 2018 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 31 mai 2018.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2018-2020. 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 » 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>.

² Les chiffres sont basés sur des données corrigées des jours ouvrés.

qu'envisagé. Enfin, le ralentissement pourrait également traduire un recul par rapport au rythme de croissance très soutenu observé tout au long de l'année 2017.

Au cours des prochains trimestres, toutefois, la croissance du PIB en volume devrait rester vigoureuse, conformément aux niveaux toujours élevés de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. Après avoir nettement diminué au premier trimestre 2018, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs s'est stabilisée en avril et en mai, demeurant à des niveaux élevés au regard des évolutions de long terme. Bien que certains indicateurs publiés après la date d'arrêt affichent des niveaux légèrement plus faibles qu'anticipé, ils restent globalement conformes à la trajectoire de croissance projetée.

Tableau 1

Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2018				Mars 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB en volume	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾
Consommation privée	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Consommation publique	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
FBCF	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Exportations ³⁾	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Importations ³⁾	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Emploi	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Taux de chômage (% de la population active)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
IPCH	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IPCH hors énergie	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
IPCH hors énergie et produits alimentaires	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Rémunération par tête	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Productivité du travail	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Solde du compte courant (% du PIB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

-
- 1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont basées sur des données corrigées des jours ouvrés. L'estimation d'Eurostat du 7 juin 2018 concernant le PIB et ses principales composantes (publiée après la date d'arrêt) indique un taux de croissance du PIB en volume non corrigé du nombre de jours ouvrés de 2,6 % en 2017.
- 2) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (décembre 2009), disponible sur son site Internet.
- 3) Y compris les échanges intra-zone euro.
- 4) Le sous-indice est basé sur des estimations de l'incidence réelle de la fiscalité indirecte. Il peut différer des données d'Eurostat, qui sont fondées sur une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.
- 5) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. document de travail, n° 77, BCE, septembre 2001, et document de travail, n° 579, BCE, janvier 2007). La projection du solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques » dans le *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.

À moyen terme, les fondamentaux nécessaires au maintien de l'expansion sont toujours présents.

Plusieurs facteurs favorables devraient continuer de soutenir la demande intérieure. L'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE reste transmise à l'économie. La croissance de l'activité de prêt au secteur privé se maintient grâce à des taux d'intérêt bas et des conditions d'octroi favorables. La diminution des besoins de désendettement contribuera également au dynamisme des dépenses privées. Par ailleurs, la consommation privée et l'investissement dans l'immobilier résidentiel devraient bénéficier de la bonne santé des marchés du travail et d'une hausse du patrimoine net des ménages. Parallèlement, l'investissement des entreprises continuera de progresser, traduisant aussi l'augmentation des bénéfices dans un contexte d'accentuation des tensions sur la demande et d'utilisation élevée des capacités de production. La vigueur des exportations de la zone euro devrait se maintenir, bénéficiant de l'expansion actuelle de l'activité économique mondiale et de la progression correspondante de la demande extérieure.

Toutefois, la croissance du PIB en volume devrait graduellement s'atténuer sur l'horizon de projection avec la dissipation progressive de certains effets favorables.

L'incidence des mesures de politique monétaire adoptées antérieurement devrait peu à peu s'estomper sur l'horizon de projection. Un inflexionnement du taux de croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait freiner la hausse des exportations. La hausse de l'emploi devrait également décélérer, en partie du fait de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays de la zone euro. De plus, la progression de la consommation privée s'atténuerait, traduisant une normalisation du taux d'épargne par rapport aux bas niveaux enregistrés dans le contexte de l'expansion conjoncturelle dans plusieurs pays de la zone euro.

La hausse du revenu réel disponible devrait s'accélérer en 2018 et 2019 dans un environnement marqué par des salaires plus élevés et des réductions de la fiscalité directe, avant de ralentir en 2020. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible devrait nettement augmenter en 2018, résultant d'une plus forte hausse des salaires, avant de diminuer légèrement durant le reste de la période, les nouvelles accélérations de la croissance des salaires nominaux ne pouvant entièrement compenser l'incidence du fléchissement de l'emploi. L'accroissement des autres revenus des ménages devrait se redresser quelque peu, en phase avec celui des bénéfices. La contribution des transferts budgétaires nets devrait devenir moins négative en 2018 et 2019 dans un contexte de réductions des cotisations sociales et de la fiscalité directe, puis se durcir à

nouveau en 2020. Globalement, la composition de la progression du revenu réel disponible devrait devenir moins favorable aux dépenses des ménages, la consommation réagissant généralement légèrement davantage aux revenus supplémentaires générés par la croissance de l'emploi qu'aux variations des salaires réels.

La consommation privée devrait constituer l'un des principaux moteurs de la croissance sur l'horizon de projection.

La confiance soutenue des consommateurs, les nouvelles améliorations attendues de la situation sur les marchés du travail et l'augmentation des salaires réels par tête suggèrent une croissance vigoureuse de la consommation au cours des prochains trimestres. Toutefois, la hausse de la consommation privée devrait devenir légèrement inférieure à celle du revenu réel disponible sur l'horizon de projection, les ménages étant de plus en plus susceptibles de mobiliser leurs revenus à des fins d'épargne.

L'augmentation de la consommation privée devrait être stimulée par les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires, elles-mêmes renforcées 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 favoriser les emprunteurs nets par rapport aux épargnants nets. Les emprunteurs nets ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte, cela devrait soutenir la consommation privée. De plus, la hausse du patrimoine net des ménages ainsi que les progrès en termes de désendettement devraient également consolider la consommation.

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas, le taux d'épargne des ménages devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection.

Le taux d'épargne a reculé récemment, traduisant principalement l'amélioration de la situation économique et financière des ménages, une certaine résorption de la demande non satisfaite dans un contexte où les gros achats étaient auparavant reportés et l'incidence de taux d'intérêt très faibles sur la propension des ménages à épargner. Le taux d'épargne augmenterait sur l'horizon de projection, reflétant principalement une normalisation dans le contexte de l'expansion conjoncturelle. En outre, les réductions de la fiscalité directe dans certains pays devraient pousser le taux d'épargne des ménages à la hausse.

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 mars 2018, les hypothèses techniques comprennent une dépréciation du taux de change de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar, ainsi qu'une hausse des prix du pétrole exprimés en dollars et une baisse 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 22 mai 2018. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au taux EURIBOR trois mois, les anticipations des marchés étant basées sur les taux à terme. La méthodologie fait ressortir un niveau moyen de ces taux d'intérêt à court terme de

-0,3 % pour 2018, -0,2 % pour 2019 et 0,2 % pour 2020. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,2 % en 2018, 1,5 % en 2019 et 1,7 % en 2020³. Par rapport aux projections de mars 2018, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été révisées à la baisse, de 10 points de base pour 2019 et de 20 points de base pour 2020, les taux d'intérêt à long terme étant eux aussi revus à la baisse, d'environ 15 points de base sur l'horizon de projection.

En ce qui concerne les prix des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, en prenant la moyenne de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêté du 22 mai 2018, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 54,4 dollars en 2017 à 74,5 dollars en 2018, puis diminuer à 73,5 dollars en 2019 et 68,7 dollars en 2020. Par rapport aux projections de mars 2018, les cours du pétrole exprimés en dollars seraient donc plus élevés de 14,6 % en 2018, 20,2 % en 2019 et 17,7 % en 2020. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter sensiblement en 2018, puis un peu plus modérément⁴.

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection, aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêté du 22 mai 2018. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,20 en 2018 et de 1,18 en 2019 et 2020, contre 1,24 dollar dans les projections de mars 2018. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est de 0,3 % inférieur aux projections de mars 2018.

Hypothèses techniques

	Juin 2018				Mars 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cours du pétrole (en dollars par baril)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Taux de change EUR/USD	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

³ 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.

⁴ Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2019 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

L'expansion de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme moins soutenu qu'au cours des deux dernières années. Elle s'est ralentie au second trimestre 2017, quand le secteur de la construction de certains pays de la zone euro a commencé à faire face à une hausse des contraintes d'offre et, notamment, à des pénuries de main-d'œuvre. Les principales conditions nécessaires à la poursuite du redressement de l'investissement résidentiel demeurent réunies sur l'horizon de projection. En effet, des enquêtes indiquent que les ménages sont toujours plus nombreux à prévoir l'achat ou la construction d'un logement dans les deux prochaines années, ou des travaux d'amélioration du bien qu'ils possèdent. Mais en dépit d'une demande de logements vigoureuse, l'expansion devrait être freinée par un renforcement toujours plus marqué des contraintes de capacité dans le secteur de la construction, un léger durcissement des conditions de financement et des tendances démographiques défavorables.

La reprise de l'investissement des entreprises devrait se prolonger sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plus faible. Plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir l'investissement des entreprises : la confiance des chefs d'entreprise reste très élevée en raison d'anticipations de production favorables et de carnets de commandes bien garnis ; l'utilisation des capacités de production demeure bien supérieure à sa moyenne de long terme et le manque d'équipements est de plus en plus invoqué comme un facteur limitant la production manufacturière ; les conditions de financement resteraient très avantageuses sur l'horizon de projection ; et les bénéfices devraient s'améliorer dans le contexte de liquidités déjà abondantes dans le secteur des sociétés non financières. De plus, le net redressement des cours des actions observé ces dernières années ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont ramené le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à un niveau proche des points bas historiques dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, l'endettement brut consolidé (le ratio d'endettement) a reculé beaucoup moins, ressortant désormais à des niveaux d'avant la crise. Un affaiblissement progressif de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection traduit également le ralentissement global de la demande tant intérieure qu'extérieure.

Encadré 2

L'environnement international

Si l'expansion économique mondiale s'est poursuivie, les données récentes montrent un léger tassement. La hausse des rendements, la volatilité des marchés boursiers et l'appréciation du dollar des États-Unis ont entraîné un faible durcissement des conditions financières, certaines économies de marché émergentes ayant fait face à des tensions prononcées sur les marchés financiers ces dernières semaines. Dans les économies importatrices de pétrole, la hausse des cours du brut a estompé les perspectives. Cela étant, les perspectives mondiales à court terme demeurent fondamentalement solides. Les pays développés bénéficient de politiques monétaires accommodantes et les États-Unis, en particulier, tirent parti de l'importante relance budgétaire qu'ils ont engagée. Les économies exportatrices sont stimulées par le rebond des échanges mondiaux et l'augmentation des prix des matières premières profite aux exportateurs de ces dernières. Si le protectionnisme est source d'inquiétudes croissantes, les hausses des tarifs douaniers mises en œuvre jusqu'à présent (pour les importations américaines d'acier et d'aluminium) ne devraient

comporter que des effets macroéconomiques directs restreints, même si la tendance générale vers un plus grand protectionnisme pourrait entamer la confiance des investisseurs. À plus longue échéance, l'activité devrait ralentir à mesure que les cycles d'activité arriveront à maturité dans les économies développées et que le soutien des politiques publiques diminuera progressivement. Étant moins fonction des mesures de soutien, la transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible devrait peser sur les perspectives. De plus, même si les économies exportatrices de matières premières se redressent, elles continuent de faire face à un besoin d'assainissement budgétaire. Dans l'ensemble, la croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) devrait s'accélérer et passer de 3,8 % en 2017 à 4,0 % en 2018, pour revenir à 3,7 % en 2020. En comparaison avec les projections de mars 2018, la croissance du PIB mondial a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2018 et 2019. Cela reflète, pour le début d'année 2018, des données moins bonnes dans les pays avancés et, pour 2019, une dégradation des perspectives dans certaines économies de marché émergentes.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2018				Mars 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Les indicateurs sur les échanges commerciaux mondiaux font état, après la forte croissance enregistrée en 2017, d'un léger ralentissement au cours des premiers mois de cette année.

Néanmoins, la persistance de la dynamique conjoncturelle à court terme devrait stimuler les échanges internationaux et compenser les effets défavorables de la hausse des tarifs douaniers aux États-Unis et en Chine. Cela étant, au fur et à mesure que les facteurs conjoncturels s'estompent, les échanges commerciaux mondiaux devraient décélérer et progresser globalement en phase avec l'activité à moyen terme. Quant à la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro, elle devrait s'établir à 5,2 % en 2018 et ralentir à 3,7 % en 2020. Comparée aux projections de mars 2018, la croissance annuelle de la demande extérieure adressée à la zone euro a été corrigée à la hausse de 0,5 point de pourcentage pour 2018 en raison de l'acquis de croissance résultant d'une révision à la hausse appliquée aux données correspondant au quatrième trimestre 2017, qui compense le léger fléchissement de la croissance des importations mondiales en début d'année 2018. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été faiblement revue à la hausse pour 2019 et 2020, reflétant essentiellement les anticipations d'une expansion davantage portée par les échanges dans certaines économies d'Europe centrale et orientale.

La croissance des exportations hors zone euro devrait être ralentie par l'appréciation antérieure de l'euro, conjuguée au recul de la demande extérieure.

En raison de l'appréciation passée de l'euro, les exportations hors zone euro devraient progresser plus lentement que la demande extérieure adressée à la zone euro au cours des prochains trimestres, ce qui devrait entraîner des pertes

additionnelles limitées de parts de marché à l'exportation. Les importations hors zone euro bénéficieraient des évolutions favorables de la demande intérieure et, dans les trimestres à venir, du renforcement de l'euro. La croissance des importations devant décélérer plus faiblement que celle des exportations, la contribution des exportations nettes à l'expansion économique ne serait que marginalement positive sur l'horizon de projection, après l'avoir été nettement en 2017.

La croissance de l'emploi devrait ralentir, avec des pénuries de main-d'œuvre devenant plus contraignantes dans certains pays. Les effectifs employés dans la zone euro ont augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2017 et, selon les estimations, se sont encore accrus au premier trimestre de cette année. La vigueur récente de l'emploi a été constatée dans l'ensemble des pays et les enquêtes prospectives suggèrent un maintien d'évolutions nettement positives à court terme. Un ralentissement de la hausse de l'emploi devrait néanmoins être observé. En 2018, les effets de certains facteurs temporaires favorables (tels que les mesures de relance budgétaire dans certains pays de la zone euro) devraient progressivement s'atténuer, alors que l'emploi dans le secteur public enregistrerait une baisse dans plusieurs économies. Par la suite, les pénuries de main-d'œuvre devraient s'intensifier dans certains pays.

L'accroissement de la population active serait toujours plus freiné par les pénuries de main-d'œuvre. La population active devrait continuer d'augmenter sur l'horizon de projection, reflétant l'immigration nette de travailleurs, l'intégration attendue des réfugiés et une nouvelle hausse des taux d'activité. Ces effets positifs devraient toutefois être graduellement compensés, sur l'horizon de projection, par l'incidence défavorable du vieillissement de la population, les travailleurs plus âgés étant plus nombreux à sortir du marché du travail que les travailleurs plus jeunes à y entrer, tout en ayant des taux d'activité plus bas (même si une certaine augmentation est attendue).

En 2020, le taux de chômage devrait être revenu à 7,3 %. Il est tombé à 8,6 % au premier trimestre 2018, soit son plus bas niveau depuis fin 2008. Et le nombre de chômeurs devrait continuer de s'infléchir de façon substantielle, se rapprochant de son point bas d'avant la crise.

Conformément à son profil d'évolution conjoncturelle, la hausse de la productivité du travail demeurera soutenue. La productivité du travail a augmenté de 0,9 % en 2017. À plus long terme, le ralentissement de la croissance de l'emploi évoqué ci-dessus, l'augmentation de l'utilisation du facteur capital dans le contexte d'une réduction de la sous-utilisation des capacités, la hausse du nombre d'heures travaillées par salarié et des gains de productivité globale des facteurs suggèrent que la croissance de la productivité du travail par personne occupée sera largement soutenue sur l'horizon de projection, tout en se maintenant à un rythme légèrement inférieur à son taux moyen de 1,0 % d'avant la crise.

La croissance du PIB en volume devrait rester supérieure à la croissance potentielle sur l'horizon de projection. Selon les estimations, la production potentielle se serait renforcée légèrement ces dernières années, à la faveur de

contributions croissantes du capital et de la productivité globale des facteurs. À la fin de l'horizon de projection, la croissance potentielle, quoique toujours inférieure à la croissance effective du PIB en volume, devrait s'établir à un rythme légèrement plus lent qu'avant la crise. Il faut toutefois noter que la croissance potentielle et ses déterminants ne peuvent être observés et que de telles estimations sont entourées d'incertitudes considérables.

Par rapport aux projections de mars 2018, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2018 et est globalement inchangée pour la période 2019-2020. La correction à la baisse pour 2018 tient principalement à une croissance du PIB en volume plus faible que prévu au premier trimestre.

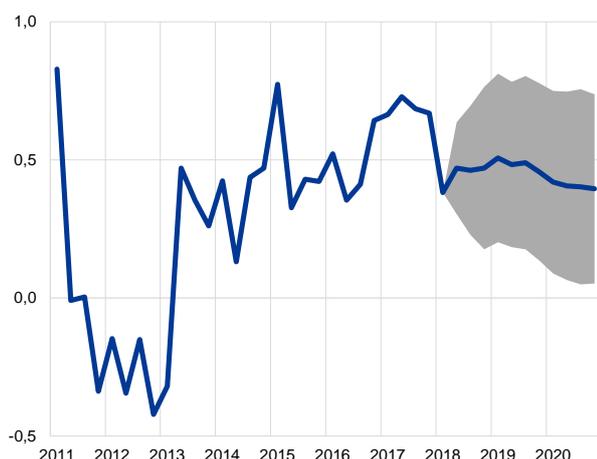
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

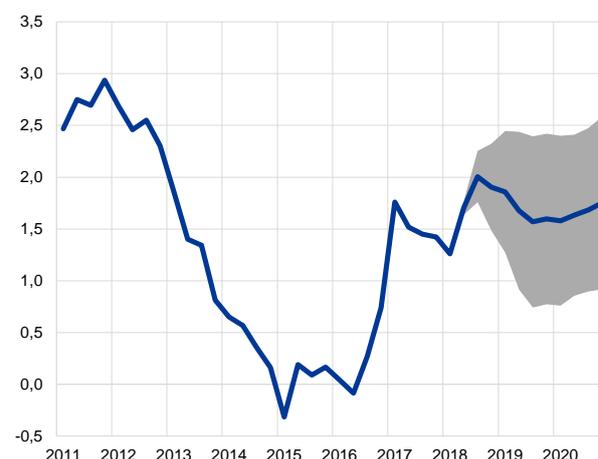
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>
 2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

2

Prix et coûts

La hausse des prix mesurée par l'IPCH devrait stagner à 1,7 % chaque année de l'horizon, l'évolution baissière de la composante énergie de l'IPCH compensant le raffermissement graduel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

Bien que la composante énergie de l'IPCH doive augmenter dans les prochains mois, reflétant les récents renchérissements du pétrole et des effets de base haussiers, elle devrait diminuer fortement entre fin 2018 et la mi-2019 en raison de forts effets de base. Par la suite, elle devrait contribuer négativement à l'IPCH global, traduisant le profil baissier de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, malgré quelques effets haussiers exercés par les taxes sur l'énergie. La composante produits alimentaires de l'IPCH demeurerait globalement stable, à environ 2,0 %, sur l'horizon. La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait

s'accélérer au fur et à mesure que les tensions sur l'offre deviendront plus contraignantes. En particulier, les tensions croissantes sur les marchés du travail, confrontés dans certains pays à l'intensification des contraintes sur l'offre de main-d'œuvre, favoriseraient la progression des salaires, tandis que les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre résultant des perspectives relativement maussades de la productivité du travail devraient être répercutées, au moins partiellement, sur les prix. D'autres effets haussiers sur l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devraient être exercés par les évolutions des prix hors zone euro, les augmentations antérieures des cours du pétrole et les hausses attendues des prix des matières premières hors énergie ayant une incidence indirecte sur cette composante de l'IPCH. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer graduellement, jusqu'à 1,9 % en 2020.

La progression des salaires devrait se redresser nettement sur l'horizon de projection, à mesure du resserrement des conditions sur les marchés du travail et de la dissipation des mesures qui ont freiné cette progression dans certains pays ces dernières années. La croissance de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,6 % en 2017 à 2,7 % en 2020⁵. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre se renforcerait dans des proportions analogues à celle de la rémunération par tête étant donné le rythme de croissance globalement inchangé de la productivité sur l'horizon de projection. Le principal facteur du redressement de la hausse des salaires est la nouvelle amélioration attendue de la situation sur les marchés du travail de la zone euro, accompagnée de tensions croissantes sur ces derniers et de pénuries de main-d'œuvre notables dans certaines régions de la zone euro. L'issue des récentes négociations salariales dans plusieurs pays de la zone euro semble indiquer un rythme de croissance des salaires favorable, conforme avec la réduction de la sous-utilisation des capacités. Au-delà de la dynamique conjoncturelle, l'accélération significative de l'inflation globale en 2017 par rapport aux trois années précédentes pourrait aussi contribuer à une progression accrue des salaires dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments rétrospectifs d'indexation. De plus, des facteurs liés à la crise ayant freiné les salaires, comme la modération salariale dont certains pays ont eu besoin pour regagner de la compétitivité-prix et la modération salariale contenue au regard des rigidités contraignantes à la baisse observées sur les salaires nominaux pendant la crise devraient s'estomper peu à peu à mesure de la poursuite et de la généralisation de l'expansion économique à travers les pays de la zone euro. De plus, les effets modérateurs sur la croissance des salaires que certaines mesures adoptées par les gouvernements ont eus par le passé devraient se dissiper.

Les marges bénéficiaires ne devraient pas exacerber les tensions inflationnistes sur l'horizon de projection. L'accélération projetée de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre ainsi que des impôts indirects nets unitaires

⁵ Un ralentissement temporaire attendu en 2019 traduit la mise en œuvre d'une mesure budgétaire en France, à savoir la conversion d'un crédit d'impôt (le CICE) en une réduction permanente des cotisations sociales patronales. Le ralentissement de la hausse de la rémunération par tête et des coûts salariaux unitaires étant largement compensé par une augmentation correspondante des marges bénéficiaires, son incidence sur la fixation des prix devrait être limitée.

ralentirait le rythme d'expansion des marges bénéficiaires étant donné le pouvoir limité des entreprises en matière de fixation des prix, en particulier vers la fin de l'horizon de projection.

Les tensions sur les prix d'origine externe devraient rester positives mais se modérer sur l'horizon de projection. Le déflateur des prix à l'importation a fortement augmenté en 2017, traduisant le retournement des cours du pétrole et autres matières premières. Sur l'horizon de projection, les évolutions des prix à l'importation devraient se modérer. Cette évolution sera le reflet du recul des cours du pétrole et de l'appréciation antérieure de l'euro, qui limitera l'incidence du renchérissement des matières premières hors pétrole et de l'accentuation graduelle des tensions mondiales sous-jacentes sur les prix liée à la réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

Par comparaison avec les projections de mars 2018, les perspectives de progression de l'IPCH ont été considérablement revues à la hausse pour 2018 et 2019. La nette révision à la hausse des hypothèses relatives aux cours du pétrole exprimés en dollars conjuguée à la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar impliquent une forte correction à la hausse des perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie. La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a été légèrement révisée à la hausse pour 2019 et 2020 du fait d'effets haussiers indirects différés découlant des augmentations des cours du pétrole et des faibles corrections à la hausse de la progression de la rémunération par tête.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être modérément expansionniste en 2018 et globalement neutre, en moyenne, sur la période s'étendant entre 2019 et 2020. L'orientation des politiques budgétaires est mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. En 2018, le caractère expansionniste est principalement déterminé par des réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales ainsi que par l'hypothèse d'une progression des dépenses publiques plus dynamique. Entre 2019 et 2020, l'orientation budgétaire devrait être neutre en moyenne, des réductions supplémentaires de la fiscalité directe et des cotisations de sécurité sociale devant être compensées par une hausse plus modérée des dépenses publiques.

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, une diminution progressive du déficit public ressort de la projection budgétaire sur la période de projection, partiellement contrebalancée par une faible détérioration du solde primaire corrigé du cycle. Le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait continuer de baisser sur l'horizon de projection, soutenu par un différentiel favorable

entre taux d'intérêt et taux de croissance⁶ et par l'amélioration du solde primaire. Par rapport aux projections de mars 2018, les perspectives de déficit sont pratiquement inchangées tandis que le ratio de dette publique par rapport au PIB a été légèrement revu à la hausse, principalement en raison d'un différentiel moins favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance.

Encadré 3

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 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 évolution baissière, le prix du baril de pétrole brut Brent ressortant à environ 67 dollars fin 2020. La trajectoire des contrats à terme sur le pétrole est conforme à une croissance robuste de la demande mondiale de pétrole, qui constitue un scénario associé à un renforcement de l'expansion économique mondiale. S'agissant des facteurs d'offre, les contrats à terme sur le pétrole traduisent probablement aussi des incidences baissières sur les cours du pétrole, découlant de la progression de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, partiellement compensées par des tensions géopolitiques et l'accord visant à réduire la production conclu entre les producteurs de l'OPEP et certains producteurs hors OPEP. Une combinaison d'autres modèles utilisés par les services de la BCE⁷ pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon laisse présager une hausse plus forte des prix du pétrole qu'anticipé dans les hypothèses techniques. La concrétisation d'une trajectoire différente des cours du pétrole dérivée de ces modèles, à travers laquelle ces cours seraient supérieurs de 8,8 % à l'hypothèse de référence d'ici 2020, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume (de moins de 0,1 point de pourcentage en 2019 et 2020), tout en entraînant une accélération plus rapide de la hausse de l'IPCH (de 0,1 point de pourcentage en 2019 et 0,2 point de pourcentage en 2020).

2) Une trajectoire du taux de change différente

Cette analyse de sensibilité examine les effets d'un renforcement du taux de change de l'euro. L'une des sources du risque d'appréciation réside dans une reprise économique plus forte qu'anticipé dans la zone euro, qui pousserait les tensions inflationnistes à la hausse. Ce scénario est cohérent avec la distribution des densités neutres au risque calculées à partir des options sur le

⁶ 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.

⁷ Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2015.

taux de change USD/EUR au 22 mai 2018, qui penche fortement vers une appréciation de l'euro. Le 75^e percentile de cette distribution fait apparaître une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,36 en 2020, soit 14,8 % 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 historiques, dans lesquelles les variations du taux USD/EUR reflètent des variations 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 suggère une croissance du PIB en volume inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019 et de 0,3 point de pourcentage en 2020. La progression de l'IPCH serait quant à elle inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019 comme en 2020.

Encadré 4

Prévisions des autres institutions

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Elles ne sont toutefois strictement comparables ni entre elles, ni avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. 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 à l'intérieur des intervalles des projections établies par les services de l'Eurosystème (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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projections des services de l'Eurosystème	Juin 2018	2,1 [1,8 - 2,4]	1,9 [0,9 - 2,9]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7 [1,6 - 1,8]	1,7 [1,0 - 2,4]	1,7 [0,9 - 2,5]
Commission européenne	Mai 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	Mai 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Baromètre de la zone euro	Mai 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus économique	Mai 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Avril 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
FMI	Avril 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2018) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2018 ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2018 ; Prévisions du consensus économique, mai 2018 ; le chiffre correspondant au consensus économique pour 2020 est tiré de l'enquête relative aux prévisions de long terme d'avril 2018 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, mai 2018 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), avril 2018.

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, 2018**

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-18-001-FR-N (pdf)