



# Septembre 2018

## Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE<sup>1</sup>

*Après une forte croissance en 2017, l'expansion économique de la zone euro s'est ralentie au premier semestre 2018, essentiellement en raison d'un affaiblissement du commerce mondial. Même si les incertitudes au niveau mondial ont entraîné un fléchissement des perspectives à court terme, l'expansion dans la zone euro devrait se maintenir à un rythme légèrement supérieur à son potentiel, reflétant l'incidence positive de l'orientation très accommodante de la politique monétaire, l'amélioration de la situation des marchés du travail et le renforcement des bilans. Un léger ralentissement de la croissance du PIB en volume, revenant de 2,0 % en 2018 à 1,7 % en 2020, s'explique principalement par une atténuation progressive de l'effet de relance procuré par le commerce international et par l'aggravation des pénuries de main-d'œuvre. La hausse de l'IPCH devrait s'établir à 1,7 % en moyenne 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, liée à l'atténuation des effets des augmentations antérieures des cours du pétrole, qui est compensée par une accélération progressive de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, associée au renforcement des contraintes de capacité.*

1

### L'économie réelle

**Après une très forte croissance en 2017**, l'expansion s'est considérablement ralentie au premier semestre 2018. Le recul par rapport aux niveaux de croissance très élevés résulte principalement d'une plus faible contribution des échanges commerciaux, sous l'effet d'un affaiblissement du commerce mondial, accentué par l'incidence de l'appréciation antérieure de l'euro. Si le ralentissement de l'activité

<sup>1</sup> Les projections macroéconomiques réalisées par les services de la BCE ou de l'Eurosysteme apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pesant sur la stabilité des prix. Ces projections 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'arrêt pour les hypothèses techniques, notamment pour les cours du pétrole et les taux de change, est le 21 août 2018 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 29 août 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'Eurosysteme » 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>.

semble provenir essentiellement de facteurs de demande, plusieurs facteurs temporaires et d'offre ont probablement également modéré légèrement l'activité au premier semestre 2018.

**Au cours des prochains trimestres, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait rester stable.** Cette projection est conforme aux niveaux de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, qui demeurent élevés au regard des évolutions de long terme, malgré une baisse de certains indicateurs plus tôt dans l'année. Cette perspective est également confortée par des indicateurs tels que EuroCOIN et le *Conference Board Leading Economic Index*.

**Tableau 1****Projections macroéconomiques pour la zone euro<sup>1)</sup>**

(variations annuelles en pourcentage)

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

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. 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. L'orientation budgétaire devrait devenir légèrement expansionniste en 2019 et être globalement neutre en 2020. La consommation privée et l'investissement dans l'immobilier résidentiel bénéficieraient

en outre 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, dans un contexte d'augmentation des bénéfices et d'utilisation élevée des capacités de production. Les exportations de la zone euro devraient tirer parti 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** s'atténuerait légèrement sur l'horizon de projection avec la dissipation progressive de certains effets favorables. Un ralentissement de la demande extérieure devrait freiner la progression des exportations en 2018 et 2019. La hausse de l'emploi devrait décélérer en 2019 et 2020, essentiellement du fait de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays. De plus, la progression de la consommation privée serait modérée par une normalisation du taux d'épargne par rapport à des niveaux bas, dans le contexte de l'expansion conjoncturelle observée dans plusieurs pays.

**La hausse du revenu réel disponible devrait s'accélérer en 2018 et 2019, avant de ralentir en 2020.** La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible nominal augmenterait nettement en 2018, sous l'effet d'une plus forte hausse des salaires, avant de diminuer légèrement durant le reste de l'horizon de projection, les nouvelles accélérations de la croissance des salaires nominaux étant plus que compensées par l'incidence du fléchissement de l'emploi. L'accroissement des autres revenus des ménages se redresserait progressivement sur l'horizon de projection, en phase avec la hausse des bénéfices. La contribution des transferts budgétaires nets devrait rester négative en 2018, puis devenir positive en 2019, dans un contexte de réductions de la fiscalité directe accentuées par une augmentation des transferts aux ménages, et être neutre en 2020. Globalement, la composition de la progression du revenu réel disponible devrait devenir moins favorable aux dépenses des ménages, le revenu disponible résultant davantage, à l'avenir, des salaires que de l'emploi, puisque la consommation réagit généralement plus aux variations de ce dernier.

La consommation privée devrait demeurer robuste au cours de l'horizon de projection, 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 en 2017, 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, principalement en lien avec une normalisation du contexte d'expansion conjoncturelle. En outre, les réductions de la fiscalité directe dans certains pays devraient pousser les ménages à accroître leur épargne.

## 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 2018, les hypothèses techniques comprennent une appréciation du taux de change effectif de l'euro** ainsi qu'une diminution 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 21 août 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 0,0 % 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 1,1 % en 2018, 1,3 % en 2019 et 1,6 % en 2020<sup>2</sup>. Par rapport aux projections de juin 2018, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été révisées à la baisse, de 6 points de base pour 2019 et de 19 points de base pour 2020, comme les taux d'intérêt à long terme, de respectivement 8, 15 et 17 points de base pour 2018, 2019 et 2020.

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 21 août 2018, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 54,4 dollars en 2017 à 71,5 dollars en 2018, puis 71,7 dollars en 2019, avant de diminuer, à 69,0 dollars, en 2020. Par rapport aux projections de juin 2018, les cours du pétrole exprimés en dollars seraient donc moins élevés de 4,0 % en 2018 et de 2,5 % en 2019, et plus hauts de 0,4 % en 2020. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter légèrement en 2018, puis baisser en 2019 avant de rebondir en 2020<sup>3</sup>.

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 21 août 2018. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,18 en 2018 et de 1,14 en 2019 et 2020, contre 1,18 dollar dans les projections de juin 2018. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est supérieur de 1,5 % aux projections de juin 2018.

---

<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 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.

<sup>3</sup> Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au troisième trimestre de 2019 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## Hypothèses techniques

	Septembre 2018				Juin 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Taux de change EUR/USD	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

La hausse de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme moins soutenu. En 2016 et 2017, l'investissement en logement s'est nettement redressé, soutenu par des conditions de financement très favorables et par l'accélération de la croissance des revenus en lien avec les créations d'emplois en cours. Le rebond de l'investissement dans l'immobilier résidentiel semble toutefois avoir culminé début 2018. Les principales conditions nécessaires à la poursuite de son redressement 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 des contraintes de capacité toujours plus marquées dans le secteur de la construction et des tendances démographiques défavorables dans certains pays. En outre, les conditions de financement devraient se resserrer légèrement et d'autres possibilités de placement à long terme devraient progressivement apparaître avec la hausse des rendements.

**La reprise de l'investissement des entreprises** se prolongerait sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme de plus en 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 nettement 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 ; les bénéfices devraient s'améliorer dans le contexte de liquidités déjà abondantes dans le secteur des sociétés non financières ; et les entreprises pourraient accroître leurs investissements pour compenser les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre. De plus, le net redressement des cours des actions observé ces dernières années, l'accumulation ininterrompue d'actifs 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 de très long terme dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, l'endettement brut consolidé (le ratio d'endettement) s'est pour sa part beaucoup moins contracté, ressortant toujours à des niveaux un peu supérieurs à ceux d'avant la crise. Un affaiblissement progressif de l'investissement

des entreprises sur l'horizon de projection traduit le ralentissement global de la demande tant intérieure qu'extérieure.

## Encadré 2

### L'environnement international

**La croissance économique mondiale devrait se modérer progressivement sur l'horizon de projection face à la montée des risques et des incertitudes.** L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier au premier semestre 2018. Si l'activité dans le secteur manufacturier a fléchi au cours des derniers mois, des enquêtes suggèrent que l'économie mondiale reste globalement dynamique. Cet élan devrait toutefois se ralentir à court terme. D'une part, les économies avancées bénéficient toujours de politiques monétaires accommodantes et de l'importante relance budgétaire engagée aux États-Unis. Le redressement des cours du pétrole a également contribué à stabiliser les investissements dans de nombreuses économies exportatrices de brut. D'autre part, l'incertitude entourant les futures relations commerciales s'est accrue, ce qui devrait peser sur la confiance et l'investissement à court terme. Les préoccupations relatives au commerce, la normalisation progressive des politiques monétaires des économies avancées et les incertitudes concernant différentes politiques ont entraîné un durcissement des conditions financières ces derniers mois, surtout dans certaines économies de marché émergentes. À moyen terme, l'activité devrait ralentir à mesure que les facteurs conjoncturels s'affaibliront. Les écarts de production négatifs ont déjà été comblés dans la plupart des économies avancées et le soutien des politiques publiques va progressivement diminuer. La transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible (dépendant moins des mesures de soutien) devrait dégrader les perspectives du pays. De plus, si les économies exportatrices de matières premières se redressent, elles continuent de faire face à un besoin d'assainissement budgétaire. La croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) devrait atteindre 3,9 % en 2018, puis revenir à 3,7 % en 2020. En comparaison avec les projections de juin 2018, elle a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2018 et de 0,2 point de pourcentage pour 2019. Ces révisions à la baisse reflètent une détérioration des perspectives dans certaines économies de marché émergentes, comme la Turquie. En outre, on estime que l'intensification des tensions commerciales et les incertitudes accrues concernant les perspectives internationales pèseront sur l'investissement mondial au cours des prochains trimestres.

### L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Septembre 2018				Juin 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Commerce mondial (hors zone euro) <sup>1)</sup>	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Demande extérieure adressée à la zone euro <sup>2)</sup>	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

**Après avoir nettement ralenti au deuxième trimestre de cette année, les échanges commerciaux mondiaux devraient légèrement s'accroître, tout en restant relativement modérés** dans un contexte de montée des incertitudes concernant le protectionnisme commercial. La dynamique des échanges commerciaux mondiaux, qui a été forte en 2017, s'est atténuée au

cours des premiers mois de cette année. Pour la période à venir, les droits de douane imposés à ce jour ne grèvent qu'une faible proportion des échanges. Ils ont cependant accru les préoccupations concernant les perspectives commerciales et économiques mondiales, ce qui devrait peser sur l'activité internationale et les perspectives commerciales. À moyen terme, les échanges commerciaux mondiaux devraient progresser à un rythme globalement proche de celui de l'activité mondiale. Dans l'ensemble, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait augmenter de 4,1 % en 2018, puis de 3,6 % en 2020. En comparaison avec les projections de juin 2018, il s'agit d'une révision à la baisse de respectivement 1,1, 0,7 et 0,1 point de pourcentage pour 2018, 2019 et 2020. Ces révisions à la baisse reflètent essentiellement la perte de dynamisme enregistrée dans les données à court terme. À plus long terme, elles traduisent l'incidence de la hausse des droits de douane et du ralentissement des projections concernant l'activité.

---

**La croissance des exportations hors zone euro devrait se ralentir**, en lien avec le recul de la demande extérieure. Les exportations hors zone euro devraient continuer à augmenter à un rythme proche de celui de la demande étrangère adressée à la zone euro, entraînant des parts de marché à l'exportation globalement stables sur l'horizon de projection. 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 dépasser légèrement celle des exportations, la contribution des exportations nettes à l'expansion économique serait globalement neutre sur l'horizon de projection, après avoir été nettement positive en 2017.

Les créations d'emplois devraient ralentir, avec des pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays. Les effectifs employés dans la zone euro ont augmenté de 0,4 % aux premier et deuxième trimestres 2018. 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. Vers la fin de l'horizon de projection, les pénuries de main-d'œuvre devraient s'intensifier dans certains pays.

**L'accroissement de la population active** s'affaiblirait au cours de l'horizon de projection. 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 hausse ininterrompue des taux d'activité (avec notamment un renversement de l'effet du « travailleur découragé »). Ces effets positifs devraient toutefois être graduellement compensés, sur l'horizon de projection, par l'incidence défavorable du vieillissement de la population, les classes d'âge les plus avancées étant plus nombreuses à sortir du marché du travail que les plus jeunes à y entrer.

**En 2020, le taux de chômage devrait être revenu à 7,4 %**. Le taux de chômage est tombé à 8,3 % au deuxième 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 productivité du travail devrait se raffermir en 2019 et 2020.** Après un fort dynamisme en 2017, la productivité du travail a ralenti au premier semestre 2018, reflétant l'affaiblissement attendu de l'activité. La croissance de la productivité devrait légèrement augmenter au deuxième semestre 2018, sous l'effet de la réaction décalée de l'emploi au recul de l'activité en début d'année. 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 se renforcera plus tard au cours de l'horizon de projection, pour se rapprocher progressivement de son taux moyen d'avant la crise, de 1,0 %.

**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 de la main-d'œuvre et de la productivité globale des facteurs. À la fin de l'horizon de projection, la production potentielle, quoique toujours inférieure à la croissance effective du PIB en volume, devrait s'établir à un taux légèrement plus bas 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.

**En comparaison avec les projections de juin 2018, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la baisse pour 2018 et 2019.** Ces révisions reflètent essentiellement une contribution plus faible que précédemment escompté des exportations nettes, sous l'effet de révisions à la baisse de la demande extérieure et d'une appréciation du cours de change effectif de l'euro. Ces effets ont plus que contrebalancé l'incidence positive exercée sur la demande intérieure par une baisse des taux des prêts et des mesures de relance budgétaire.

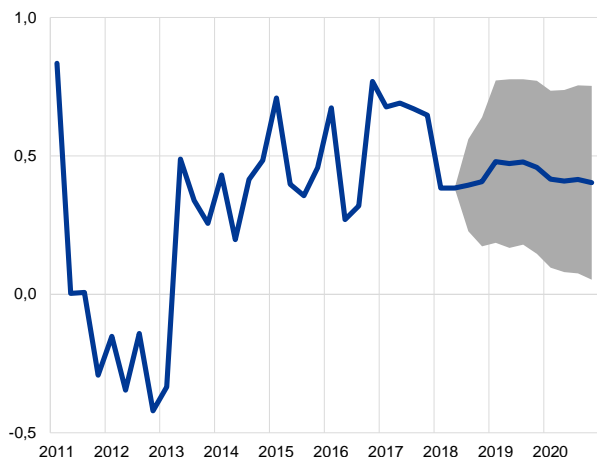
## Graphique 1

### Projections macroéconomiques<sup>1)</sup>

(données trimestrielles)

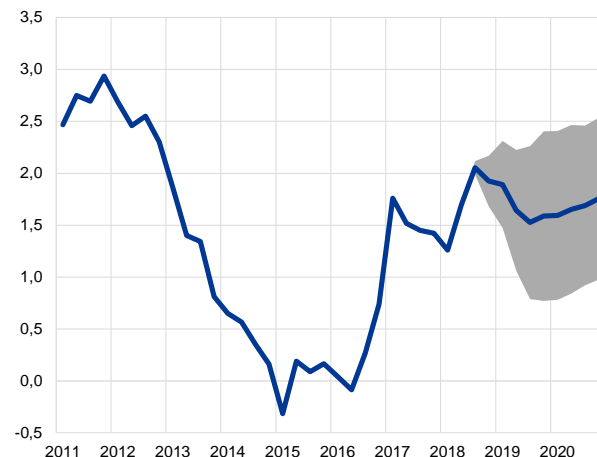
#### PIB en volume de la zone euro<sup>2)</sup>

(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 s'établir en moyenne à 1,7 % chaque année de l'horizon de projection, la tendance baissière de la composante énergie de l'IPCH compensant un raffermissement graduel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.** L'augmentation des prix de l'énergie devrait se ralentir sur l'horizon, en raison d'effets de base baissiers et d'un léger recul des contrats à terme sur le pétrole brut. L'inflation sous-jacente progresserait quant à elle avec l'amélioration de la situation conjoncturelle et l'accélération associée de la croissance des salaires. D'autres effets haussiers sur l'inflation sous-jacentes proviendraient des évolutions des prix hors zone euro dans la mesure où les hausses passées des prix du pétrole influent indirectement sur l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Globalement, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer progressivement pour passer de 1,1 % en 2018 à 1,8 % 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 de l'incidence des facteurs qui ont freiné cette progression dans certains pays ces dernières années.** La hausse de la rémunération par tête devrait fortement s'intensifier au cours de l'horizon de projection, jusqu'à atteindre 2,7 % en 2020. L'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre se renforcerait parallèlement à celle de la rémunération par tête étant donné l'accélération relativement modeste de la croissance de la productivité sur l'horizon de projection. Le principal facteur du rebond de la dynamique 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. Les conditions favorables sur les marchés du travail se sont déjà reflétées dans le redressement des salaires négociés. Dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments rétrospectifs d'indexation, le regain de croissance des salaires devrait aussi être soutenu par la récente accélération significative de l'inflation globale. De plus, les effets modérateurs sur les salaires de certains facteurs liés à la crise, 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. En outre, les effets d'atténuation de la croissance des salaires que certaines mesures adoptées par les gouvernements ont exercés par le passé devraient se dissiper.

**Les marges bénéficiaires ne devraient pas exacerber les tensions inflationnistes sur l'horizon de projection.** Les accélérations de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et les relèvements des impôts indirects nets unitaires devraient être les principales sources du renforcement des tensions inflationnistes telles que mesurées par le déflateur du PIB. Le rythme d'expansion des marges bénéficiaires serait contenu, en particulier vers la fin de l'horizon de projection, sous l'effet de la légère décélération de la croissance de l'activité.

**Les tensions sur les prix d'origine externe devraient rester positives mais se modérer sur l'horizon de projection.** L'orientation à la baisse du déflateur des prix à l'importation, à partir de l'année prochaine, reflète des hypothèses de faible baisse des prix du pétrole qui atténueront l'effet de l'augmentation des prix des matières premières hors pétrole et de la hausse progressive des tensions mondiales sous-jacentes sur les prix liée à la réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

**La progression de l'IPCH reste inchangée par rapport à l'exercice de projection de juin 2018.** La projection de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a quant à elle été révisée légèrement en baisse pour 2019 et 2020, en ligne avec des perspectives de croissance un peu plus faibles. Ces révisions sont compensées par une correction à la hausse de la composante énergie de l'IPCH, due au renchérissement de l'électricité et du gaz dans certains pays en 2018 et aux hypothèses relatives aux prix du pétrole exprimés en euros, dont l'orientation baissière est moins forte que dans le précédent exercice de projection.

### 3 Perspectives budgétaires

**L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2018, faiblement expansionniste en 2019 et à nouveau neutre dans l'ensemble en 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. Les mesures discrétionnaires sont expansionnistes en 2018, en raison, en partie, des réductions des cotisations de sécurité sociale et de l'impôt des sociétés et, en partie, d'une croissance plus dynamique des dépenses publiques. Toutefois, l'effet de relance découlant de ces mesures discrétionnaires est largement contrebalancé par la vigueur des recettes directes. En 2019, la principale contribution à l'orientation budgétaire expansionniste est liée aux abaissements de la fiscalité directe et aux hausses des dépenses publiques dans un pays de la zone euro, partiellement contrebalancés par l'assainissement mis en œuvre dans un autre pays de la zone euro. En 2020, de nouvelles réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales seront en partie neutralisées par un affaiblissement de la croissance des transferts et subventions ainsi que de la consommation publique.

**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 du déficit public ressort de la projection budgétaire sur l'horizon, résultant de la substitution de dettes anciennes au coût élevé par de nouvelles dettes, à taux d'intérêt plus faibles. Cette évolution est en partie annihilée par une détérioration du solde primaire corrigé du cycle. La tendance baissière du ratio de dette publique par rapport au PIB est soutenue par des soldes primaires durablement positifs et un différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance<sup>4</sup>. Par rapport aux projections de juin 2018, les perspectives de déficit sont largement inchangées, tandis que le ratio de dette publique par rapport au PIB a été légèrement revu à la hausse pour 2020, principalement en raison d'un écart 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 légèrement baissière, le prix du baril de pétrole brut Brent ressortant à environ 69 dollars en 2020. Cette évolution est conforme à une poursuite de la croissance de la demande mondiale de pétrole.

---

<sup>4</sup> Le différentiel est calculé comme l'écart entre le taux d'intérêt effectif nominal de la dette et le taux de croissance du PIB nominal.

S'agissant des facteurs d'offre, les contrats à terme sur le pétrole reflètent probablement aussi des effets baissiers sur les cours du pétrole dus à l'assouplissement de la politique de réductions de l'offre de l'OPEC, qui pourraient légèrement plus que compenser, à court terme, le repli des anticipations relatives à la production américaine de pétrole (lié aux goulets d'étranglement en termes de transport) et les inquiétudes relatives à une baisse de l'offre provenant d'Iran à la suite des sanctions américaines. Une combinaison d'autres modèles utilisés par les services de la BCE<sup>5</sup> 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 4,7 % 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 un peu plus rapide de la hausse de l'IPCH (de 0,1 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 taux de change USD/EUR au 21 août 2018, qui penche fortement vers une appréciation de l'euro. Le 75<sup>e</sup> percentile de cette distribution fait apparaître une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,33 en 2020, soit 16,5 % 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 0,4 point de pourcentage en 2019 et de 0,5 point de pourcentage en 2020. La progression de l'IPCH serait quant à elle inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019 et de 0,6 point 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 la BCE/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, les prévisions actuellement disponibles des autres institutions concernant la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH se situent à**

<sup>5</sup> Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2015.

**l'intérieur des intervalles des présentes 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projections des services de la BCE	Septembre 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
Commission européenne	Juillet 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OCDE	Mai 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Baromètre de la zone euro	août 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus économique	août 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Juillet 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
FMI	Juillet/avril 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Sources : Prévisions économiques intermédiaires de la Commission européenne (été 2018) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mise à jour de juillet 2018 (PIB) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2018 (IPCH) ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2018 ; Prévisions du consensus économique, août 2018 ; le chiffre correspondant au consensus économique pour 2020 est tiré de l'enquête d'août 2018 sur les tendances en matière de productivité et de salaires, alors que le chiffre de la hausse de l'IPCH pour 2020 provient de l'enquête relatives aux prévisions de long terme de juillet 2018 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, août 2018 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), juillet 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](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4482 (pdf)  
N° de catalogue QB-CE-18-002-FR-N (pdf)