



Décembre 2018

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

La croissance du PIB en volume s'est ralentie de façon inattendue au troisième trimestre 2018, sous l'effet, en partie, de goulets d'étranglement temporaires pesant sur la production d'automobiles. Si les données récentes sont plus faibles qu'anticipé, la production de voitures s'est redressée au cours des derniers mois et les facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro persistent globalement. La croissance devrait donc reprendre à court terme. Les projections concernant les perspectives de croissance reflètent l'incidence d'une orientation très accommodante de la politique monétaire, d'une amélioration de la situation sur les marchés du travail, d'une consolidation des bilans et d'un certain assouplissement budgétaire. La modération de la croissance du PIB en volume, qui devrait revenir de 1,9 % en 2018 à 1,5 % en 2021, s'explique essentiellement par des pénuries de main-d'œuvre de plus en plus marquées dans certains pays et par des conditions financières légèrement moins favorables sur l'horizon de projection. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait avoir culminé à 2,1 % au troisième trimestre 2018 et atteindrait un point bas de 1,4 % d'ici la fin 2019, avant de remonter progressivement jusqu'à 1,8 % en 2021. Cette évolution traduit une nette baisse de la composante énergie de l'IPCH au cours de l'année 2019 par rapport à ses niveaux élevés actuels, l'incidence des fortes augmentations passées des cours du pétrole s'atténuant, tandis que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer sous l'effet de la poursuite de l'expansion économique et d'un durcissement des conditions sur les marchés du travail.

¹ Ces projections macroéconomiques établies 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, concernant notamment les cours du pétrole et les taux de change, est le 21 novembre 2018 (cf. l'encadré 1). Les autres informations présentées dans cet exercice ont pu être incluses jusqu'au 28 novembre 2018. Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2018-2021. 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>.

1 L'économie réelle

L'expansion économique s'est ralentie au troisième trimestre par rapport au premier semestre 2018. Le fléchissement de la croissance du PIB en volume, revenue de 0,4 % lors des deux premiers trimestres 2018 à 0,2 % au troisième trimestre, est dû en partie au retard avec lequel certains constructeurs automobiles ont introduit la nouvelle procédure d'essai mondiale harmonisée pour les voitures particulières et véhicules utilitaires légers (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP*), qui a entraîné une baisse importante de la production. Cela a été le cas en Allemagne en particulier, où la production automobile a fortement diminué, contribuant dans une large mesure au recul du PIB en volume dans le pays au troisième trimestre 2018. Dans d'autres pays, la croissance du PIB en volume a également nettement décéléré au troisième trimestre, reflétant un ralentissement de la demande intérieure.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2018				Septembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB en volume	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,5 - 2,5] ²⁾	[1,8 - 2,2] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consommation privée	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Consommation publique	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
FBCF	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Exportations ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Importations ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Emploi	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Taux de chômage (% de la population active)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
IPCH	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,1] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,9 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IPCH hors énergie	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
IPCH hors énergie et produits alimentaires	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Rémunération par tête	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Productivité du travail	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Solde budgétaire des adm. Publiques (% du PIB)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Solde du compte courant (% du PIB)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

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.

Selon les projections, le ralentissement enregistré au troisième trimestre 2018 serait essentiellement temporaire et la croissance reprendrait par la suite. La baisse de l'indice composite des directeurs d'achat pour la production s'est prolongée en octobre et en novembre tandis que les indicateurs de confiance de la Commission européenne ont également fléchi ces derniers mois, même s'ils restent supérieurs à leurs moyennes de long terme, ce qui ne laisse entrevoir qu'une croissance modérée au quatrième trimestre. Parallèlement, les dernières données relatives à la production automobile en Allemagne soulignent la nature temporaire du ralentissement : la poursuite du redressement attendue dans ce secteur au cours des prochains mois devrait rapprocher la production automobile des niveaux habituellement observés. Dans l'ensemble, l'affaiblissement de l'activité au troisième trimestre 2018 devrait être en grande partie temporaire et la croissance devrait reprendre par la suite. Il convient de noter que ce profil d'évolution est largement conforme aux informations provenant d'indicateurs avancés tels que EuroCOIN et le *Conference Board Leading Economic Index* (indice économique avancé du *Conference Board*).

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 prêts au secteur privé se maintient dans l'ensemble des pays de la zone euro et est stimulée par le niveau toujours bas – quoiqu'en légère augmentation – des taux d'intérêt et par les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires dont bénéficient tant les ménages que les sociétés non financières. La diminution des besoins de désendettement dans les différents secteurs contribuera également au dynamisme des dépenses privées. L'assouplissement de la politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble devrait avoir une incidence légèrement expansionniste. La progression de la consommation privée et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel bénéficieraient en outre de la bonne santé des marchés du travail et d'une hausse du patrimoine net réel des ménages. Dans le même temps, la hausse de l'investissement des entreprises se prolongera, dans un contexte d'accroissement des bénéfices, de forte utilisation des capacités de production et d'investissements susceptibles d'économiser de la main-d'œuvre, compte tenu des pénuries croissantes. 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 ralentirait légèrement sur l'horizon de projection, sous l'effet de la dissipation progressive de certains effets favorables. À cet horizon, la demande extérieure et les conditions financières devraient exercer un effet moins favorable que la croissance vigoureuse du commerce mondial enregistrée en 2017 et début 2018. La hausse de l'emploi décélérerait nettement au cours de la période, essentiellement du fait de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays. L'augmentation de l'investissement des entreprises devrait ralentir dans le contexte d'une moindre progression de la demande globale, d'un durcissement des conditions de financement, de l'expiration des incitations fiscales et d'évolutions structurelles

comme les facteurs démographiques défavorables. L'investissement résidentiel subira également le contrecoup de facteurs démographiques.

L'augmentation du revenu disponible réel se renforcerait en 2019 sous l'effet d'une hausse des transferts budgétaires, avant de ralentir à partir de 2020. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la hausse du revenu disponible nominal devrait diminuer quelque peu en 2019, en raison d'une croissance atténuée de l'emploi. Cette contribution demeurerait globalement inchangée après 2019, l'accélération escomptée de la hausse des salaires nominaux compensant le nouveau ralentissement des créations d'emplois. Les revenus hors travail devraient progresser plus modérément en 2019, avant de croître plus nettement sur le reste de la période de projection, en phase avec les bénéficiaires. Traduisant à la fois des réductions de la fiscalité directe et une augmentation des transferts aux ménages, la contribution des transferts budgétaires nets devrait, pour la première fois depuis 2010, devenir positive en 2019 dans les grands pays de la zone euro, puis être globalement neutre en 2020 et légèrement restrictive en 2021, dans un contexte de baisse des transferts aux ménages et d'alourdissement graduel de la fiscalité directe. Dans l'ensemble, la progression du revenu réel disponible devrait s'intensifier en 2019 mais s'atténuer en 2020 et 2021, du fait d'une accélération projetée de la hausse des prix à la consommation. En outre, sa composition devrait devenir moins favorable aux dépenses des ménages, le revenu disponible résultant davantage, à l'avenir, des salaires que de l'emploi et la consommation réagissant en général légèrement plus aux variations de ce dernier.

La dynamique de la consommation privée devrait se consolider quelque peu à court terme. Selon les estimations, la consommation privée a été freinée au troisième trimestre 2018 par d'importants goulets d'étranglement dans la production automobile ayant entraîné des retards de livraison. La confiance toujours soutenue des consommateurs, les nouvelles améliorations attendues de la situation sur les marchés du travail et la hausse des salaires réels par tête suggèrent une croissance plus vigoureuse de la consommation au cours des prochains trimestres, accentuée par l'effet positif d'un assouplissement de la politique budgétaire dans certains pays.

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. Les taux débiteurs bancaires devraient s'accroître modérément sur l'horizon de projection. Cependant, l'incidence de cette hausse sur les paiements d'intérêts bruts devrait être limitée, étant donné la longue échéance de l'endettement des ménages et la part relativement réduite de la dette à taux variable dans leurs bilans. Malgré cette augmentation, les paiements d'intérêts bruts demeureraient peu élevés et, de ce fait, continueraient de soutenir la consommation privée. Par ailleurs, le patrimoine net des ménages progresserait encore en termes réels, quoiqu'à un rythme légèrement plus lent que les années précédentes. La croissance du patrimoine net réel des ménages, conjuguée aux progrès du désendettement, devrait aussi stimuler la consommation, même si l'endettement brut des ménages reste aux niveaux qui prévalaient avant la crise financière internationale.

Le taux d'épargne des ménages devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection vers des niveaux plus proches de la normale de très long terme.

Cette normalisation reflète l'expansion conjoncturelle en cours et le changement de composition de la croissance du revenu. En outre, les réductions de la fiscalité directe et la hausse temporaire des transferts publics devraient inciter 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 septembre 2018, les hypothèses techniques comprennent une dépréciation du taux de change effectif de l'euro ainsi qu'une diminution des prix du pétrole exprimés en dollars et une légère hausse 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 novembre 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 2019, 0,0 % pour 2020 et 0,3 % pour 2021. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 1,4 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,9 % en 2021². Par rapport aux projections de septembre 2018, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été révisées à la baisse de 4 points de base pour 2019 et 2020, tandis que les taux d'intérêt à long terme ont été revus en hausse de respectivement 13 et 15 points de base pour 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 novembre 2018, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 71,8 dollars en 2018 à 67,5 dollars en 2019, puis à 65,9 dollars en 2021. Par comparaison avec les projections de septembre 2018, cette tendance pointe vers des cours du pétrole exprimés en dollars supérieurs de 0,4 % en 2018 et inférieurs de respectivement 5,8 % et 3,2 % en 2019 et en 2020. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient être un peu moins élevés en 2019 qu'en 2018, et rebondir sur le reste de l'horizon de projection³.

Les taux de change bilatéraux resteraient stables 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 novembre 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 entre 2019 et 2021, globalement inchangé par rapport aux projections

² 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.

³ 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 quatrième trimestre 2019 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

de septembre 2018. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est de 0,5 % inférieur aux projections de septembre 2018.

Hypothèses techniques

	Décembre 2018				Septembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Cours du pétrole (en dollars par baril)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Taux de change EUR/USD	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré. Cette croissance semble avoir culminé début 2018 et s'être essouffée pendant les trimestres suivants. Ce ralentissement par rapport à l'envolée du marché de l'immobilier dans les années 2016 et 2017 reflète essentiellement une accentuation des contraintes d'offre et notamment des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays. Les principales conditions nécessaires au 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. Cette dynamique haussière devrait toutefois se modérer, en phase avec le ralentissement graduel attendu de la progression du revenu réel disponible et le léger resserrement des conditions de financement. Les contraintes de capacité croissantes dans le secteur de la construction et les tendances démographiques défavorables dans certains pays pourraient aussi être vecteurs de modération.

La reprise de l'investissement des entreprises se prolongerait sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme décroissant à partir de 2019. Selon les estimations, l'investissement des entreprises a augmenté rapidement au cours de l'année 2018, sa part dans le PIB en volume de la zone euro se rapprochant des pics d'avant la crise. Outre les perspectives globalement favorables concernant la demande, plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir l'investissement des entreprises : la confiance des chefs d'entreprise, quoique légèrement plus faible que début 2018, reste supérieure à ses niveaux moyens 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 par les entreprises manufacturières comme un facteur limitant leur production ; les conditions de financement resteraient avantageuses, malgré un durcissement progressif sur l'horizon de projection ; les bénéfiques devraient s'améliorer dans le contexte de liquidités déjà abondantes dans les 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 ratio d'endettement des sociétés non financières a diminué ces dernières années sous l'effet d'un redressement des cours des actions, de l'accumulation ininterrompue d'actifs et de la progression modérée du financement par endettement, même si l'endettement brut consolidé est toujours supérieur à ses niveaux d'avant la crise. Un affaiblissement graduel de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection traduit le ralentissement global de la demande tant intérieure qu'extérieure ainsi qu'une hausse des taux des prêts aux sociétés non financières. Par ailleurs, la fin prévue des mesures spécifiques d'incitation budgétaire ainsi que les effets négatifs de certains changements structurels (tels que les facteurs démographiques défavorables) devraient peser sur l'investissement des entreprises à moyen terme.

Encadré 2

L'environnement international

Si l'activité mondiale demeure vigoureuse, des signes de ralentissement apparaissent.

L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier au deuxième trimestre 2018 et les chiffres de la croissance pour le troisième trimestre aux États-Unis et au Royaume-Uni indiquent toujours une activité soutenue, malgré une diminution de la production au Japon reflétant en grande partie des facteurs temporaires liés à des catastrophes naturelles. En ce qui concerne les économies de marché émergentes, l'activité s'est maintenue en Chine, tandis que, en Turquie, la stabilisation de la confiance et l'appréciation de la lire qui en a résulté signalent une contraction légèrement moins marquée que précédemment anticipé.

À court terme, la dynamique conjoncturelle mondiale devrait soutenir l'activité

internationale. Les économies avancées bénéficient toujours de politiques monétaires accommodantes et de l'importante relance budgétaire engagée aux États-Unis. L'augmentation des cours du pétrole a également contribué à stabiliser les investissements dans de nombreuses économies exportatrices de brut. L'activité économique mondiale se ressent toutefois de l'aggravation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et de la forte incertitude subsistant autour des futures relations commerciales. Les préoccupations relatives au commerce mondial, la normalisation progressive des politiques monétaires des économies avancées et les incertitudes politiques ont entraîné un durcissement des conditions financières pendant l'été, surtout dans certaines économies de marché émergentes : alors que les risques mondiaux semblent s'être stabilisés récemment, les investisseurs financiers restent réticents vis-à-vis des économies de marché émergentes présentant des déséquilibres importants, des besoins de financement externe élevés et des marges de manœuvre politiques limitées.

À plus long terme, la croissance mondiale devrait rester stable. Cela reflète, d'une part, les projections de ralentissement conjoncturel dans les économies avancées et la transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible. Les écarts de production négatifs ont déjà été comblés ou sont en train de l'être dans la plupart des économies avancées et le soutien des politiques publiques va progressivement diminuer. En outre, même en supposant que la relation commerciale actuelle entre le Royaume-Uni et les vingt-sept autres membres de l'Union européenne perdure jusqu'à la fin 2020, la transition escomptée vers de nouveaux liens commerciaux, à partir de 2021, entamera légèrement la croissance du Royaume-Uni. D'autre part, les perspectives d'évolution de la croissance mondiale traduisent aussi les projections de reprise de

l'activité dans plusieurs économies de marché émergentes au cours de l'horizon de projection, et surtout dans celles qui ont subi le contrecoup des turbulences récentes sur les marchés financiers. Globalement, la croissance mondiale (hors zone euro) devrait atteindre 3,8 % en 2018, puis revenir à 3,6 % en 2021.

En comparaison avec les projections de septembre 2018, la croissance du PIB mondial a été révisée à la baisse. Ces révisions à la baisse traduisent la dégradation des perspectives concernant les économies de marché émergentes, tandis que l'activité dans les économies avancées devrait demeurer globalement inchangée.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2018				Septembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Demande extérieure adressée à la zone euro ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	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.

La dynamique du commerce mondial devrait s'affaiblir en 2019 à mesure que le cycle économique arrivera à maturité et que de nouveaux droits de douane pèseront sur les échanges, notamment aux États-Unis et en Chine. À moyen terme, les projections relatives au commerce tablent sur une croissance des importations mondiales globalement en phase avec l'activité internationale. Dans l'ensemble, la progression de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'établir à 4,3 % en 2018, puis ralentir jusqu'à 3,4 % en 2021. Par comparaison avec les projections de septembre 2018, la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la hausse pour 2018 en raison du rebond observé durant les six premiers mois de l'année. Les révisions à la baisse pour 2019 et 2020 reflètent notamment l'incidence mécanique de la hausse des droits de douane bilatéraux aux États-Unis et en Chine ainsi que, dans une moindre mesure, une légère diminution de l'activité mondiale.

Les exportations hors zone euro devraient dépasser la demande extérieure à court terme, puis progresser au même rythme. Elles progresseraient un peu plus rapidement que la demande extérieure en 2019, entraînant des gains de parts de marché à court terme en raison d'une amélioration de la compétitivité-prix dans les pays de la zone euro (les hausses de leurs prix à l'exportation devenant inférieures à celles pratiquées par leurs concurrents). À moyen terme, les exportations hors zone euro devraient s'accroître au même rythme que la demande extérieure. Les importations hors zone euro bénéficieraient quant à elles d'évolutions favorables du côté de la demande et, dans les trimestres à venir, du renforcement de l'euro. La contribution des exportations nettes à l'expansion économique serait globalement neutre sur l'horizon de projection, après avoir été légèrement positive en 2018.

Les créations d'emplois devraient diminuer du fait du ralentissement de l'activité et des pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays. La hausse de l'emploi a décéléré au troisième trimestre 2018 par

rapport aux taux de croissance trimestrielle de 0,4 % enregistrés au premier semestre, sous l'effet du ralentissement de l'activité observé depuis le début de l'année. Les enquêtes prospectives suggèrent une poursuite de la croissance de l'emploi à court terme, atténuée toutefois en 2019 par des baisses dans le secteur public, l'introduction escomptée d'un programme de retraite anticipée et la perspective de licenciements à la suite d'une augmentation du salaire minimum dans certains pays. Globalement, la hausse de l'emploi devrait ralentir sur l'horizon de projection, en phase essentiellement avec la décélération de l'activité.

La population active devrait augmenter, mais à un rythme de plus en plus modéré sur l'horizon de projection. Cette évolution s'explique par les projections d'immigration nette de travailleurs, l'intégration attendue des réfugiés et une hausse ininterrompue des taux d'activité. L'effet de ces facteurs devrait toutefois s'atténuer graduellement sur l'horizon de projection, tandis que l'incidence défavorable du vieillissement de la population devrait s'accroître, les classes d'âge les plus avancées étant plus nombreuses à sortir du marché du travail que les plus jeunes à y entrer.

En 2021, le taux de chômage devrait être revenu à 7,1 %. Le taux de chômage a reculé à 8,1 % au troisième 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 sur la période de projection. Après un fort dynamisme en 2017, la productivité du travail a stagné en glissement trimestriel au cours des trois premiers trimestres 2018, reflétant l'affaiblissement inattendu de l'activité. 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 au cours de l'horizon de projection, tout en demeurant légèrement inférieure à son taux moyen d'avant la crise, de 1,0 %.

En comparaison avec les projections de septembre 2018, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la baisse pour 2018 et 2019. Cette projection traduit une dégradation des résultats enregistrés au troisième trimestre 2018 et, par conséquent, un moindre effet de report positif pour 2019. Dans le même temps, une légère augmentation des taux des prêts à long terme, un fléchissement des cours des actions et un ralentissement de la croissance de la demande extérieure freineraient l'activité en 2019 et 2020, mais ces effets devraient être globalement compensés par l'incidence positive de la diminution des prix du pétrole, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et un nouvel assouplissement de la politique budgétaire.

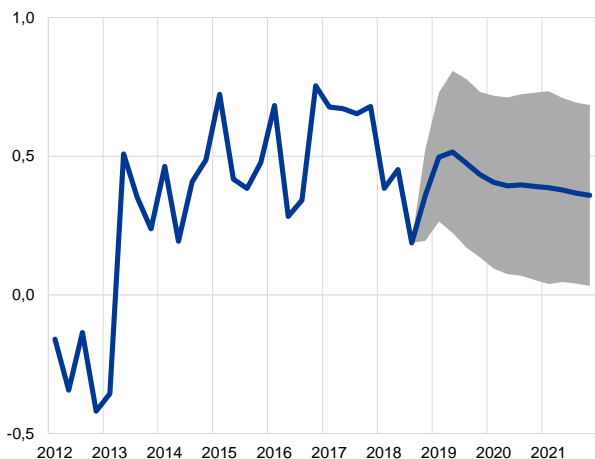
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

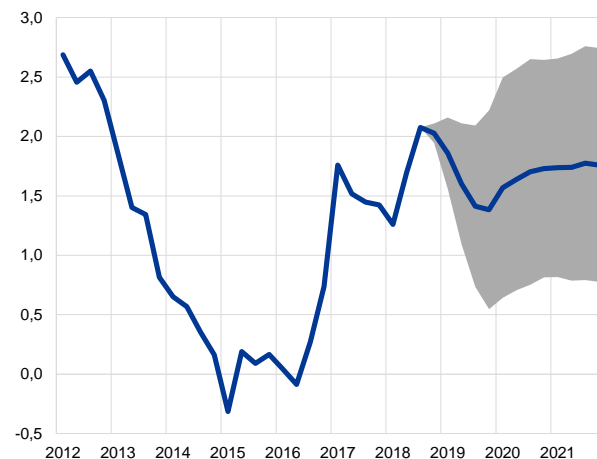
PIB en volume de la zone euro²⁾

(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 avoir culminé au troisième trimestre 2018 et ralentirait jusqu'à la fin de 2019, avant de s'accélérer à nouveau progressivement sur le reste de l'horizon de projection. Les fortes hausses des prix actuelles de la composante énergie de l'IPCH, sous l'effet du renchérissement passé du pétrole, devraient ralentir considérablement sur la période de projection compte tenu du profil légèrement baissier de la courbe des contrats à terme sur le pétrole. La progression de la composante produits alimentaires de l'IPCH demeurerait relativement stable sur l'horizon de projection, à 1,9 % en moyenne. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître progressivement grâce à l'amélioration de la situation conjoncturelle et à l'accélération associée de la croissance des salaires. En particulier, les contraintes croissantes qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre dans certains pays devraient renforcer la hausse des salaires. D'autres tensions à la hausse sur l'inflation sous-jacente proviendraient des évolutions des prix hors zone euro, entre autres facteurs, dans la mesure où les augmentations passées des prix du pétrole influent indirectement sur l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Globalement, la hausse de ce dernier devrait s'accroître, jusqu'à 1,8 % en 2021.

La progression des salaires devrait se renforcer nettement sur l'horizon de projection, sous l'effet de la poursuite du resserrement des conditions sur les marchés du travail et de la dissipation de l'incidence des facteurs qui l'ont freinée dans certains pays ces dernières années. L'augmentation de la rémunération par tête devrait fortement s'intensifier, passant de 2,2 % en 2018 à

2,7 % en 2021.⁴ Le principal facteur du rebond 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. En phase avec la situation conjoncturelle de l'économie, le renforcement de la progression de la rémunération par tête devrait être soutenu par l'affermissement de la croissance des salaires négociés. Au-delà de la dynamique conjoncturelle, la forte accélération récente de l'inflation globale pourrait 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. 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, alors que certains pays ont procédé à des augmentations du salaire minimum qui pourraient se répercuter sur la distribution des salaires.

Les marges bénéficiaires devraient évoluer plus favorablement sur l'horizon de projection qu'en 2018. L'évolution moins soutenue des marges bénéficiaires en 2018 reflète, en particulier, la récente détérioration des termes de l'échange, mais aussi un certain affaiblissement de la dynamique conjoncturelle. Les perspectives plus favorables entourant les marges bénéficiaires après 2018 traduisent l'anticipation d'une amélioration de la capacité des entreprises à imposer leurs prix.

Les tensions sur les prix d'origine externe devraient rester positives mais se modérer quelque peu sur l'horizon de projection. Le taux de croissance annuel du déflateur des prix à l'importation diminuerait après 2018. En effet, la trajectoire légèrement baissière des cours du pétrole ressortant des hypothèses devrait avoir un effet modérateur, tandis que les prix des matières premières hors pétrole et les tensions mondiales sous-jacentes sur les prix devraient se renforcer sur l'horizon de projection.

Par rapport aux projections de septembre 2018, les perspectives de progression de l'IPCH sont révisées à la baisse pour 2019. La trajectoire de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est un peu plus modérée en raison d'un léger fléchissement des perspectives en matière de croissance et de salaires. S'agissant de la hausse de l'IPCH global, la révision de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est amplifiée par la correction à la baisse de la composante énergie pour 2019 mais compensée par la révision à la hausse de cette même composante pour 2020. Ces corrections de la composante

⁴ Un ralentissement temporaire de la croissance de la rémunération par tête en 2019 traduit la mise en œuvre d'une mesure budgétaire en France, à savoir la conversion d'un crédit d'impôt (le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) en une réduction permanente des cotisations sociales patronales. L'atténuation de la hausse de la rémunération par tête et des coûts salariaux unitaires étant largement compensée par une augmentation correspondante des marges bénéficiaires, son incidence sur la fixation des prix devrait être limitée.

énergie suivent globalement les variations des hypothèses relatives aux prix du pétrole, qui ont été révisées à la baisse à court terme mais font désormais ressortir une trajectoire baissière plus modérée que lors de l'exercice précédent.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2018, s'assouplir quelque peu en 2019 et 2020 et être à nouveau neutre en 2021. 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 2019, la principale contribution à l'assouplissement de l'orientation budgétaire provient de réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales ainsi que d'une hausse des transferts dans certains pays. En 2020, cette contribution tient, dans une moindre mesure toutefois qu'en 2019, à de nouvelles baisses de la fiscalité directe et des cotisations sociales ainsi qu'à une croissance encore soutenue des dépenses dans certains pays.

Après une amélioration en 2018, le solde budgétaire de la zone euro devrait se dégrader quelque peu sur la période 2019-2021, tandis que le ratio de dette publique demeure orienté à la baisse. Le creusement du déficit public est dû à une détérioration du solde primaire corrigé du cycle. Cette évolution est en partie compensée par une légère baisse des charges d'intérêts, résultant de la substitution de dettes anciennes au coût élevé par de nouvelles dettes, à taux d'intérêt plus faibles, alors que la composante conjoncturelle reste globalement inchangée. La tendance baissière du ratio de dette publique par rapport au PIB est soutenue par des soldes primaires positifs et un différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance. Par comparaison avec les projections de septembre 2018, les perspectives de déficit se sont détériorées, en raison d'un solde primaire en recul, tandis que le ratio de dette publique a été légèrement revu à la hausse du fait de soldes primaires plus faibles et d'une révision à la hausse des données de long terme.

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) Des trajectoires différentes des cours du pétrole

Cette analyse de sensibilité vise à évaluer les effets qu'auraient des trajectoires différentes des prix du pétrole. 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 66 dollars fin 2021. L'analyse porte sur deux trajectoires alternatives des prix du pétrole. La première est basée sur le 25^e centile de la distribution fournie, le 21 novembre 2018, par les densités calculées à partir des options sur le pétrole. Elle laisse entrevoir une baisse progressive du cours du pétrole, jusqu'à 48,8 dollars le baril en 2021, soit 25,9 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence pour cette année-là. Cette trajectoire, qui utilise la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème, aurait un certain effet accélérateur sur la croissance du PIB en volume, tandis que la progression de l'IPCH serait inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019, de 0,4 point de pourcentage en 2020 et de 0,2 point de pourcentage en 2021. La deuxième trajectoire est fondée sur le 75^e centile de la même distribution et fait apparaître une appréciation du prix du pétrole jusqu'à environ 83 dollars le baril en 2021, soit 25,9 % au-dessus de l'hypothèse de référence pour cette année-là. Cette trajectoire entraînerait une accélération de la progression de l'IPCH, qui serait supérieure de 0,5 point de pourcentage en 2019, de 0,4 point de pourcentage en 2020 et de 0,2 point de pourcentage en 2021, tandis que la croissance du PIB en volume ralentirait quelque peu sur la période 2019-2021.

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. 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 novembre 2018, qui penche fortement vers une appréciation de l'euro. Le 75^e centile de cette distribution fait apparaître une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,34 en 2021, soit 18,5 % 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 de très long terme, 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 0,3 point de pourcentage en 2019, de 0,6 point de pourcentage en 2020 et de 0,2 point de pourcentage en 2021. La progression de l'IPCH serait quant à elle inférieure de 0,3 point de pourcentage en 2019 et de 0,6-0,7 point en 2020 et 2021.

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 hausse de l'IPCH se situent

largement 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	2021	2018	2019	2020	2021
Projections de l'Eurosystème	Décembre 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Commission européenne	Novembre 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OCDE	Novembre 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Baromètre de la zone euro	Novembre 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus économique	Novembre 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Octobre 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
FMI	Octobre 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (automne 2018) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2018 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2018 ; Prévisions du consensus économique, novembre 2018 ; les chiffres correspondant au consensus économique pour 2020 et 2021 sont tirés de l'enquête relative aux prévisions de long terme d'octobre 2018 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, novembre 2018 ; les chiffres correspondant au baromètre de la zone euro pour 2020 et 2021 sont tirés de l'enquête relative aux prévisions de long terme d'octobre 2018 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), octobre 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-18-002-FR-N (pdf)