



# Décembre 2017

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

*L'expansion économique dans la zone euro devrait demeurer vigoureuse, être plus forte que prévu antérieurement et dépasser nettement son potentiel. La progression du PIB en volume devrait ralentir graduellement et revenir de 2,4 % en 2017 à 1,7 % en 2020 à mesure que les effets de certains facteurs favorables à la croissance s'estompent peu à peu. La hausse des prix mesurée par l'IPCH devrait être globalement stable dans les prochains trimestres, avant d'accélérer à 1,7 % en 2020, soutenue par la progression de l'inflation sous-jacente en lien avec des capacités de production devenant plus contraignantes. La progression de l'IPCH est quelque peu revue à la hausse à court terme, en raison de l'augmentation des prix du pétrole et des produits alimentaires.*

### 1 L'économie réelle

**Des indicateurs très favorables suggèrent la poursuite de la croissance robuste du PIB en volume à court terme.** Selon la dernière publication d'Eurostat, le PIB en volume a crû de 0,6 % au troisième trimestre 2017 sous l'effet d'une forte contribution de la demande intérieure et, notamment, de la formation brute de capital fixe. La situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer ces derniers mois, encore plus rapidement qu'anticipé antérieurement, le taux de chômage global tombant à 9,0 % au troisième trimestre 2017, son plus bas niveau depuis fin 2008. La croissance du PIB en volume devrait rester vigoureuse à court terme, conformément aux niveaux très élevés de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs.

**À moyen terme, la croissance resterait soutenue par les conditions de financement favorables, l'amélioration de la situation sur les marchés du**

<sup>1</sup> 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 réalisées par les services de la BCE ou de l'Eurosystème ne sont pas approuvées par le Conseil des gouverneurs et ne reflètent pas nécessairement 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 novembre 2017 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 30 novembre 2017. Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2017-2020. 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>.

**travail et la poursuite de la reprise mondiale.** À plus long terme, plusieurs facteurs favorables devraient continuer de stimuler la consommation privée et l'investissement. La transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE à l'économie se poursuit. 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 progression de la consommation privée et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait bénéficier de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail. Dans le même temps, l'investissement des entreprises continuera de se redresser, traduisant aussi un renforcement des marges bénéficiaires dans un contexte d'accroissement des tensions du côté de la demande. La vigueur des exportations de la zone euro devrait se maintenir, bénéficiant de l'expansion actuelle de l'activité économique mondiale et de la croissance correspondante de la demande extérieure adressée à la zone euro.

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

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2017				Septembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
<b>PIB en volume</b>	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 - 2,5] <sup>2)</sup>	[1,7 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>	[2,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
<b>Consommation privée</b>	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
<b>Consommation publique</b>	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
<b>FBCF</b>	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
<b>Exportations<sup>3)</sup></b>	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
<b>Importations<sup>3)</sup></b>	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
<b>Emploi</b>	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
<b>Taux de chômage (% de la population active)</b>	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
<b>IPCH</b>	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>2)</sup>
<b>IPCH hors énergie</b>	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
<b>IPCH hors énergie et produits alimentaires</b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte<sup>4)</sup></b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
<b>Rémunération par tête</b>	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
<b>Productivité du travail</b>	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
<b>Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)</b>	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Solde budgétaire structurel (% du PIB)<sup>5)</sup></b>	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Dette brute des adm. publiques (% du PIB)</b>	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
<b>Solde du compte courant (% du PIB)</b>	3,1	2,9	2,7	2,8	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.

**Toutefois, la croissance du PIB en volume devrait légèrement s'atténuer sur l'horizon de projection avec la dissipation graduelle de nombreux effets favorables.** L'incidence des mesures de politique monétaire adoptées antérieurement devrait s'estomper progressivement sur l'horizon de projection. L'appréciation de l'euro enregistrée depuis avril 2017 et le ralentissement du taux de croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devraient freiner la hausse des exportations. Un affaiblissement de la croissance de l'emploi est également anticipé, dû en partie à des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays.

**La consommation privée devrait demeurer robuste sur l'horizon de projection.** La confiance très soutenue des consommateurs, les nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail et l'augmentation des salaires réels par tête suggèrent une poursuite de la croissance vigoureuse de la consommation au cours des prochains trimestres, globalement en phase avec le pouvoir d'achat réel. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la progression du revenu disponible nominal demeurera globalement stable sur l'horizon de projection, l'incidence du fléchissement de la croissance de l'emploi étant compensée par une hausse plus marquée des salaires nominaux. L'augmentation des autres revenus des ménages devrait s'accélérer, reflétant des évolutions positives des bénéfices et des revenus de la propriété.

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

**Après avoir atteint des niveaux historiquement bas, le taux d'épargne des ménages devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection.** Au cours des derniers trimestres, le taux d'épargne a reculé, traduisant principalement l'amélioration de la situation économique et financière des ménages et l'incidence de taux d'intérêt très faibles sur leur propension à épargner. Le taux d'épargne se redresserait sur l'horizon de projection, essentiellement sous l'effet du lissage de la consommation dans le contexte de l'expansion conjoncturelle. Les réductions de la fiscalité directe dans certains pays devraient également 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 rapport aux projections de septembre 2017, les hypothèses techniques comprennent une hausse significative des cours du pétrole exprimés en dollars mais seulement de**

**légères variations concernant le taux de change et les autres hypothèses financières.** Les hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt et les prix des matières premières sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 22 novembre 2017. 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. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme s'établiraient en moyenne à -0,3 % en 2017 et 2018, -0,1 % en 2019 et 0,1 % en 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 2017 et 2018, 1,4 % en 2019 et 1,7 % en 2020<sup>2</sup>. Par rapport aux projections de septembre 2017, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été légèrement révisées à la baisse tandis que les taux d'intérêt à long terme ont été corrigés à la baisse, d'environ 10 et 20 points de base pour 2018 et 2019 respectivement.

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 22 novembre, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait passer de 54,3 dollars en 2017 à 61,6 dollars en 2018 puis diminuer, à 58,9 dollars en 2019 et 57,3 dollars en 2020. Par comparaison avec les projections de septembre 2017, cette tendance pointe vers des cours du pétrole exprimés en dollars plus élevés de 4,8 % en 2017, 17,2 % en 2018 et 11,0 % en 2019. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient augmenter sensiblement en 2017, puis un peu plus modérément au-delà<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 22 novembre. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,13 en 2017 et de 1,17 entre 2018 et 2020, contre 1,18 dans les projections de septembre 2017. Le taux de change effectif nominal de l'euro (par rapport à 38 partenaires commerciaux) est globalement inchangé par rapport aux projections de septembre 2017.

---

<sup>2</sup> 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.

<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 quatrième trimestre 2018 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## Hypothèses techniques

	Décembre 2017				Septembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Cours du pétrole (en dollars par baril)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Taux de change EUR/USD	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

**La reprise de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre.** Au cours des derniers trimestres, l'investissement en logement a nettement progressé, soutenu par des conditions de financement favorables, par des réallocations de portefeuille en faveur du logement dans le contexte des faibles rendements offerts par les autres possibilités de placement à long terme ainsi que par l'accélération de la croissance des revenus en lien avec la création d'emplois en cours. De surcroît, les processus d'ajustement à la baisse sur les marchés de l'immobilier résidentiel semblent être arrivés à leur terme dans un certain nombre de pays de la zone euro. Les principales conditions nécessaires à la poursuite du redressement de l'investissement résidentiel demeurent réunies sur l'horizon de projection. Un certain ralentissement est toutefois à prévoir, traduisant la phase de maturité dans lequel est entré le cycle du logement, la dissipation de l'incidence des incitations fiscales dans certains pays et les tendances démographiques défavorables.

**Le rebond de l'investissement des entreprises, ces derniers trimestres, devrait se prolonger sur l'horizon de projection, à un rythme moins soutenu toutefois.** Plusieurs facteurs devraient soutenir le développement de l'investissement des entreprises : la confiance des chefs d'entreprise reste très élevée en raison de prévisions de production et de carnets de commandes très favorables ; l'utilisation des capacités de production continue d'augmenter à des niveaux moyens supérieurs à ceux d'avant la crise ; les conditions de financement devraient demeurer très avantageuses sur l'horizon de projection ; et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des sociétés non financières déjà doté de liquidités abondantes. 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) au niveau des points bas historiques dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, les anticipations d'un affaiblissement de la croissance potentielle et des limites quant à la capacité d'intermédiation des banques dans certains pays devraient continuer de peser sur les perspectives d'investissement des entreprises. Une perte de vitesse progressive sur l'horizon de projection traduit également le ralentissement global de la demande tant intérieure qu'extérieure.

## Encadré 2

### L'environnement international

**Le rythme d'expansion soutenu de l'économie mondiale s'est maintenu au second semestre 2017, sous l'effet de la propagation de la croissance de l'activité et des échanges commerciaux.** Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance mondiale soutenue au troisième trimestre de l'année, l'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) étant proche de sa moyenne de long terme. Dans le même temps, la reprise mondiale montre des signes de synchronisation. La confiance sur les marchés financiers est demeurée forte dans les économies développées, grâce aux gains sur les marchés boursiers et à une nouvelle diminution de la volatilité. Dans les économies de marché émergentes, les taux d'intérêt se sont réduits, ce qui a contribué à un assouplissement modéré des conditions financières, tandis que les entrées de capitaux ont retrouvé des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2015. Pour la période à venir, la croissance de l'activité économique mondiale devrait rester globalement stable et inférieure aux taux d'avant la crise, en ligne avec une croissance potentielle plus faible. Les perspectives relatives aux économies avancées incluent une expansion vigoureuse, qui ralentit sur l'horizon de projection au fur et à mesure que la reprise économique s'installe et que les écarts de production deviennent progressivement positifs. Dans les économies émergentes, les perspectives sont teintées d'un plus grand dynamisme, soutenues par le lent renforcement de l'activité dans les pays exportateurs de matières premières, particulièrement le Brésil et la Russie, et par la résistance de la croissance en Inde et en Chine, bien que, dans ce pays, elle reste sur une tendance baissière. La croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) devrait s'établir entre 3,7 % et 3,9 % sur l'horizon de projection. Par rapport aux projections de septembre 2017, la progression du PIB mondial est légèrement révisée à la hausse pour 2017 et 2018, les corrections à la hausse concernant principalement les États-Unis et la Chine.

### L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

**La croissance du commerce mondial, après avoir été exceptionnellement forte au premier semestre 2017, devrait rester robuste dans les trimestres à venir, conformément aux indicateurs favorables des échanges internationaux.** À moyen terme, les perspectives des échanges commerciaux devraient être davantage en phase avec l'activité mondiale (ancrées à un ratio d'élasticité du commerce rapporté à la croissance du PIB mondial d'environ 1). La demande extérieure adressée à la zone euro s'accroîtrait de 5,5 % en 2017, de 4,4 % en 2018, de 3,8 % en 2019 et de 3,5 % en 2020. Par rapport aux projections de septembre 2017, la croissance mondiale a été revue en légère hausse, la demande extérieure de la zone euro étant quant à elle révisée à la hausse plus significativement. Ce dernier ajustement traduit des révisions de données à la hausse et, à la lumière d'indicateurs des échanges internationaux plus favorables, une vision

plus positive du dynamisme des évolutions de la demande extérieure adressée à la zone euro dans les prochains trimestres.

---

### Encadré 3

Évolutions récentes et perspectives des exportations hors zone euro et de la demande extérieure

---

**Après avoir évolué très faiblement début 2016, tant la croissance des exportations hors zone euro que la demande extérieure adressée à la zone euro se sont récemment accélérées.** En glissement annuel, la demande extérieure adressée à la zone euro s'est nettement renforcée depuis la mi-2016 et a atteint son plus haut niveau depuis six ans au second trimestre 2017. De même, la croissance des exportations hors zone euro s'est redressée depuis le début 2016.

**La récente tendance à la hausse de la demande extérieure adressée à la zone euro reflète la reprise mondiale en cours mais éventuellement aussi une certaine procyclicité de l'élasticité des échanges commerciaux rapportés à l'activité mondiale.** La persistance de surestimations de la demande extérieure adressée à la zone euro au cours de la période 2011-2016 a été attribuée à une diminution largement structurelle de l'élasticité du commerce mondial au revenu, insuffisamment prise en compte dans les projections passées, ce qui a entraîné une surestimation des échanges internationaux rapportés à la croissance du PIB mondial. Cela étant, dans le contexte d'une reprise économique à l'échelle mondiale, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro au cours des récents trimestres a été plus forte qu'anticipé dans les derniers exercices de projection. Se pose dès lors la question de savoir si l'élasticité du commerce présente actuellement une certaine « procyclicité », qui ne serait pas suffisamment reflétée dans les récentes projections, dans lesquelles la croissance des échanges internationaux s'accélère à des taux plus élevés<sup>4</sup>. Pour répondre à ces préoccupations et sur la base des données récentes, la demande extérieure adressée à la zone euro a été considérablement revue à la hausse dans le présent exercice de projection.

**La révision à la hausse de la demande extérieure adressée à la zone euro est également confortée par la vigueur des indicateurs relatifs aux échanges internationaux et de la zone euro.** De fait, les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux signalent une croissance vigoureuse continue de la demande extérieure adressée à la zone euro et des exportations hors zone euro. Les enquêtes concernant les échanges de la zone euro (telles que l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation adressées au secteur manufacturier et l'indice relatif au climat des exportations) suggèrent une poursuite du rebond des échanges (cf. le graphique A). En outre, les données de la zone euro correspondant aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier et à la production industrielle demeurent robustes, en dépit de la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro. Les indicateurs relatifs au commerce mondial tels que l'indice global des directeurs d'achat mesurant les nouvelles commandes à l'exportation ou l'indicateur Goldman Sachs avancé de l'activité se sont également considérablement raffermis au cours des douze derniers mois (cf. le graphique B).

---

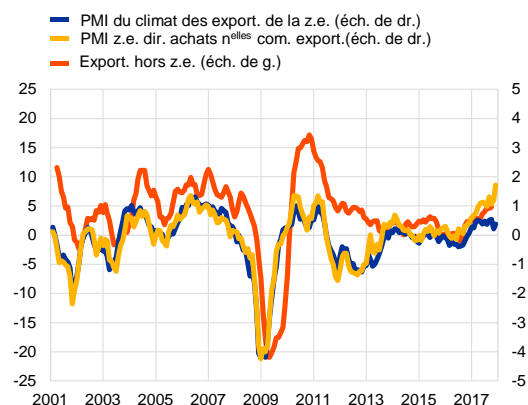
<sup>4</sup> Cf., par exemple, Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. et Sbracia, M., « *The cyclicity of the income elasticity of trade* », *Working Papers*, n° 1126, Banca d'Italia, juillet 2017.



## Graphique A

### Indicateurs relatifs aux échanges commerciaux de la zone euro :

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage en glissement trimestriel ; échelle de droite : indice, standardisé)



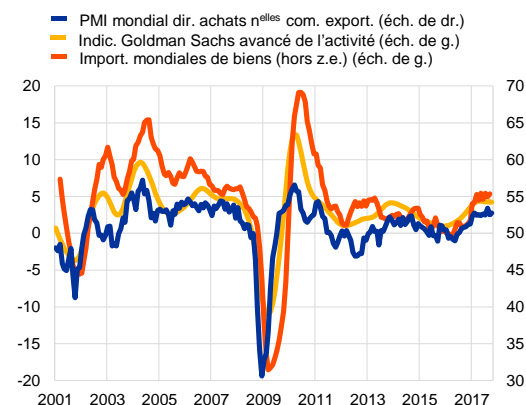
Sources : Markit, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives aux échanges commerciaux sont exprimées en volumes. La dernière observation se rapporte à septembre 2017 pour les exportations et à novembre 2017 pour l'indice relatif au climat des exportations et l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation.

## Graphique B

### Indicateurs sur les échanges commerciaux mondiaux

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage en glissement trimestriel ; échelle de droite : indice)



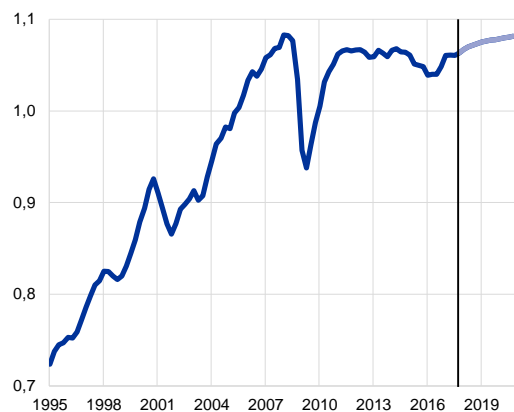
Sources : Haver Analytics, Goldman Sachs, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à septembre 2017 pour le CPB et à octobre 2017 pour les indices Goldman Sachs et PMI.

**En dépit d'une certaine volatilité des données relatives aux importations mondiales début 2017, due en partie à des facteurs temporaires, on constate une tendance sous-jacente à la hausse de la demande extérieure adressée à la zone euro globalement conforme aux indicateurs tirés d'enquêtes.** Début 2017, les importations mondiales ont été soutenues par une forte augmentation des importations en provenance des pays émergents d'Asie, l'Inde et la Chine en tête, ainsi que de Russie et des pays de l'Union européenne situés en Europe centrale et orientale. Dans de nombreux cas, toutefois, cette évolution vigoureuse a résulté de facteurs temporaires. Abstraction faite de cette volatilité, la tendance à l'accélération de la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait persister fin 2017 et jusqu'en 2018.

### Graphique C Ratio des importations mondiales rapportées au PIB

(indice : 2005 = 1)



**À moyen terme, néanmoins, les déterminants d'une élasticité du commerce au revenu proche de l'unité demeurent globalement inchangés.** La progression des échanges commerciaux à un rythme environ deux fois supérieur à celui du PIB lors des deux décennies ayant précédé la Grande récession a été une anomalie historique, favorisée en premier lieu par des vagues de libéralisation des échanges (en particulier dans les marchés émergents), par la hausse des chaînes de valeur mondiales et par des modifications de la composition géographique des échanges<sup>5</sup>. Comme l'illustre le graphique C, entre 1995 et 2007, les importations ont augmenté bien plus rapidement que l'activité mondiale. Cela étant, les facteurs ci-dessus ne sont pas susceptibles de soutenir l'élasticité du

commerce à l'avenir. Le processus de libéralisation des échanges est largement arrivé à son terme et, du côté de la composition, l'élasticité du commerce mondial reste orientée vers une diminution de l'élasticité des échanges des économies de marché émergentes. Ces dernières années, les importations et l'activité mondiales ont progressé de concert et cette tendance devrait perdurer sur l'horizon de projection.

#### **Sur la base d'indicateurs très favorables des échanges, et malgré la récente appréciation de l'euro, les exportations hors zone euro devraient rester vigoureuses dans les prochains trimestres.**

Par la suite, les exportations ralentiraient sur l'horizon de projection, conformément à une décélération de la demande extérieure adressée à la zone euro, se traduisant par des parts de marché à l'exportation globalement stables. Les importations hors zone euro devraient bénéficier des évolutions positives de la demande intérieure et du renforcement de l'euro, dans une moindre mesure cependant que les exportations, entraînant ainsi une contribution globale légèrement positive des exportations nettes à l'expansion économique.

#### **Malgré la solidité persistante des nouvelles données disponibles, la croissance de l'emploi devrait ralentir quelque peu dans le temps.**

La vigueur récente de la croissance de l'emploi, qui a été constatée dans l'ensemble des pays, est toutefois en partie imputable à des facteurs temporaires favorables (comme les mesures de relance budgétaire adoptées dans certains pays). L'incidence de ces facteurs devant progressivement s'estomper et l'emploi dans le secteur public devant se contracter dans quelques pays, la croissance de l'emploi devrait légèrement fléchir au cours des prochains trimestres.

<sup>5</sup> Cf. également ECB IRC Task Force, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal ?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, 2016.

**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 l'effet dit du « travailleur encouragé ». Ces effets positifs devraient toutefois être graduellement compensés, sur l'horizon de projection, par l'incidence de facteurs démographiques de plus en plus défavorables. Cette évolution contribuerait également à un fléchissement de la croissance de l'emploi.

**Quoi qu'il en soit, le taux de chômage devrait encore diminuer.** Le taux de chômage s'est réduit, à 9,0 %, au troisième trimestre 2017 et le nombre de chômeurs devrait continuer de s'infléchir de façon substantielle à plus long terme. En 2020, le taux de chômage devrait être de 7,3 %.

**Une reprise de la croissance de la productivité devrait avoir lieu sur l'horizon.**

Le fort redressement initial de la croissance de la productivité cette année et l'an prochain reflète la dissipation des effets de mesures qui avaient temporairement stimulé l'emploi en 2016. Plus tard au cours de l'horizon de projection, la productivité du travail (par tête) sera principalement déterminée par une légère accélération de la croissance de la productivité globale des facteurs, par une augmentation de l'intensité capitaliste et par un allongement du temps de travail par tête. Les deux derniers facteurs reflètent l'amélioration en cours de la situation conjoncturelle et les tensions accrues sur les marchés du travail.

**La croissance du PIB en volume devrait rester supérieure à la croissance potentielle jusqu'en 2020.**

Selon les estimations, la croissance potentielle se serait renforcée légèrement ces dernières années, à la faveur de contributions plus positives du capital, du travail et de la productivité globale des facteurs. Sur l'horizon, elle devrait continuer de se raffermir, à un taux quelque peu inférieur à ce qu'il était avant la crise. La contribution du travail devrait reculer sur l'horizon de projection, principalement en raison d'un ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler. La contribution du capital resterait relativement forte, traduisant le redressement de la formation de capital fixe. La contribution de la productivité globale des facteurs serait également relativement forte au regard des valeurs récentes, sous l'effet d'une allocation plus efficiente des ressources après la crise, des réformes structurelles mises en œuvre sur les marchés des produits et du travail, d'une amélioration du capital humain, du renouvellement du stock de capital et d'une nouvelle convergence vers la frontière technologique. Il faut toutefois noter que la croissance potentielle et ses facteurs ne peuvent être observés et que les estimations sont entourées d'incertitudes considérables.

**En comparaison avec les projections de septembre 2017, la croissance du PIB en volume a été nettement révisée à la hausse.**

Cette révision à la hausse pour 2017 est due en partie aux données relatives au PIB publiées récemment, qui ont surpassé les anticipations, et qui comprennent également un acquis de croissance positif pour 2018. De plus, la confiance très élevée des consommateurs et des chefs d'entreprise pointe vers une dynamique de croissance plus vigoureuse que prévu précédemment. La hausse de la demande extérieure et la légère baisse des taux d'intérêt à long terme ont également entraîné des révisions haussières des perspectives de croissance pour 2018 et 2019.

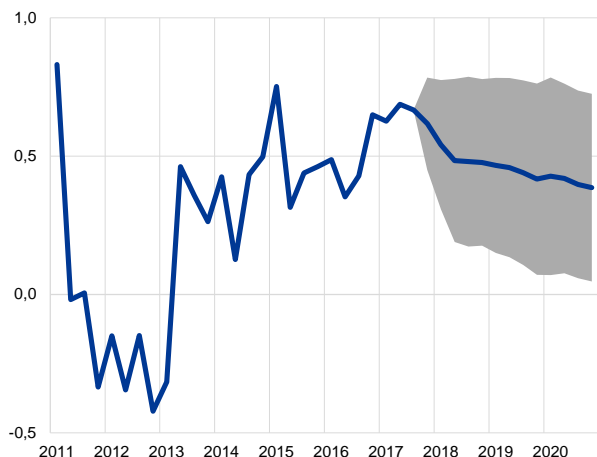
## Graphique 1

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

(données trimestrielles)

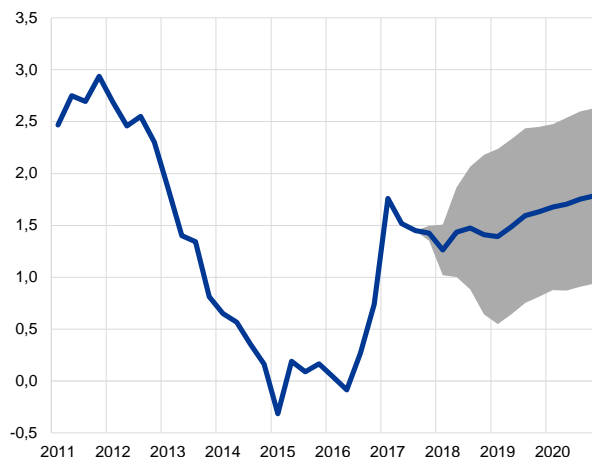
#### PIB en volume de la zone euro<sup>2)</sup>

(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.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

## 2

### Prix et coûts

**Même si des effets de base baissiers liés aux prix de l'énergie devraient provoquer un léger ralentissement de la progression de l'IPCH à court terme, cette dernière devrait suivre une trajectoire haussière par la suite, pour atteindre 1,7 % en 2020.** En raison d'effets de base baissiers de la composante énergie, qui compensent largement la récente hausse des cours du pétrole, l'inflation globale enregistrera un point bas de 1,3 % au premier trimestre 2018. Sur le reste de l'horizon de projection, la hausse de la composante énergie de l'IPCH serait très faible, reflétant la trajectoire légèrement baissière de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, combinée aux effets haussiers exercés par les taxes sur l'énergie. Après l'atonie des dernières années, la progression de la composante produits alimentaires de l'IPCH devrait rebondir modérément, soutenue par les augmentations attendues des cours internationaux des matières premières alimentaires et les effets haussiers liés au relèvement des taxes sur le tabac.

L'économie croissant à un rythme supérieur à son potentiel, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître sur l'horizon de projection. En particulier, l'augmentation des salaires, découlant de tensions croissantes sur les marchés du travail, notamment au niveau de l'offre de main-d'œuvre dans certains pays, et les effets haussiers exercés par la fiscalité indirecte nette devraient pousser l'inflation sous-jacente davantage à la hausse. Les tensions sur les prix d'origine externe devraient également contribuer quelque peu à l'accélération de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur l'horizon de projection, compte tenu de certains effets indirects liés aux récentes augmentations des cours du pétrole et aux hausses

prévues des prix des matières premières hors énergie, mais aussi du renforcement attendu des tensions inflationnistes mondiales plus généralement. Globalement, la hausse de l'IPCH global devrait s'établir en moyenne à 1,5 % en 2017, à 1,4 % en 2018, à 1,5 % en 2019 et à 1,7 % en 2020.

**Les tensions sur les marchés du travail et l'arrivée à leur terme des mesures qui ont freiné la progression des salaires dans certains pays ces dernières années constituent les principaux facteurs du rebond des coûts salariaux sur l'horizon de projection.**

La croissance de la rémunération par tête devrait s'intensifier, passant de 1,7 % en 2017 à 2,7 % en 2020, avec un ralentissement temporaire en 2019. Ce dernier traduit la conversion d'un crédit d'impôt en France (le CICE) en une réduction permanente des cotisations sociales patronales<sup>6</sup>. Étant donné le regain conjoncturel attendu de la croissance de la productivité, cette évolution des salaires implique un raffermissement de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, de 0,9 % en 2017 à 1,8 % en 2020. Plus généralement, les améliorations de la situation sur les marchés du travail de la zone euro et les pénuries croissantes de main-d'œuvre dans certaines régions apparaissent comme des facteurs majeurs dans l'accélération anticipée de la hausse des salaires. De plus, la modération salariale dont certains pays ont besoin pour regagner de la compétitivité-prix après la crise 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 la reprise économique à travers les pays de la zone euro. Au-delà, l'augmentation significative de l'inflation globale en 2017 par rapport aux trois années précédentes pourrait contribuer à l'accélération de la progression des salaires. Enfin, la hausse des salaires dans la fonction publique contribue également au renforcement de la croissance totale des salaires sur l'horizon de projection.

**Sur la première partie de l'horizon de projection, un élargissement des marges bénéficiaires est anticipé, à un rythme légèrement plus rapide, en moyenne, que sur l'année écoulée.**

La détérioration des termes de l'échange due à la hausse des cours du pétrole a pesé sur les marges bénéficiaires au cours des derniers trimestres. À mesure que ces effets modérateurs s'estomperont, les marges bénéficiaires devraient croître avec un peu plus de vigueur que récemment, bénéficiant de la poursuite de la reprise économique. Cela étant, l'amplification escomptée de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre ainsi que les hausses de la fiscalité indirecte ralentiraient le rythme d'expansion des marges bénéficiaires sur l'horizon de projection.

**Les tensions sur les prix d'origine externe ont rebondi en 2017 et devraient rester positives, mais plus modérées sur l'horizon de projection qu'observé récemment.**

La hausse relativement robuste des prix à l'importation cette année traduit le retournement des cours du pétrole et des matières premières hors énergie. Après 2017, un ralentissement des rythmes de progression est attendu, associé à

<sup>6</sup> La réduction de la rémunération par tête et des coûts salariaux unitaires étant largement compensée par une hausse correspondante des marges bénéficiaires, son incidence sur la fixation des prix devrait être limitée.

des projections d'évolution des cours des matières premières plus modestes sur l'horizon de projection et aux effets modérateurs exercés par la récente appréciation de l'euro. Néanmoins, les tensions inflationnistes mondiales sous-jacentes devraient s'accroître progressivement sur l'horizon de projection à mesure que les coûts de production mondiaux augmenteront, en ligne avec la réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

**Par comparaison avec les projections de septembre 2017, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été revues à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2018 mais ne sont pas révisées pour la suite.** La révision à la hausse de l'inflation globale en 2018 reflète de plus fortes évolutions des composantes énergie et produits alimentaires de l'IPCH tenant aux données relatives à ces composantes, qui ont récemment été meilleures que prévu, aux hypothèses de renchérissement du pétrole et aux effets haussiers exercés par les taxes sur l'énergie et le tabac. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est revue à la baisse à court terme, en partie en raison de récentes données négatives qui n'avaient pas été anticipées.

### 3 Perspectives budgétaires

**En moyenne, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait demeurer globalement neutre au cours de la période de projection.** L'orientation des politiques budgétaires est mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. En 2017, les réductions de la fiscalité directe et l'augmentation des transferts aux ménages sont intégralement compensées par les relèvements de la fiscalité indirecte et par une progression plus modérée de la consommation publique. L'orientation budgétaire en 2018 est principalement le reflet des baisses d'impôts directs et des cotisations de sécurité sociale mais aussi de l'hypothèse d'une progression des investissements publics plus dynamique, qui ne sont que partiellement compensées par les relèvements de la fiscalité indirecte et la faible croissance des transferts aux ménages. L'orientation budgétaire devrait être neutre en moyenne sur la période 2019-2020.

**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. Le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles restera stable sur l'horizon de projection. 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 croissance<sup>7</sup> et par l'excédent primaire. Par rapport aux projections de septembre 2017, les perspectives de déficit budgétaire demeurent globalement inchangées alors que le ratio de dette publique diminue quelque peu,

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

reflétant principalement un écart plus favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt en 2018 et 2019.

#### **Encadré 4**

##### Analyses de sensibilité

---

**Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de variables clés déterminées.** Certaines de ces variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, l'examen de leur sensibilité à 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 57 dollars fin 2020. La trajectoire des contrats à terme sur le pétrole est cohérente avec une croissance modérée de la demande mondiale de pétrole, constituant un scénario associé à un modeste renforcement de la reprise économique à l'échelle internationale. S'agissant des facteurs d'offre, bien que la prolongation de l'accord conclu entre les producteurs de l'OPEP et les principaux producteurs hors OPEP le 30 novembre soit survenue après la date d'arrêté (du 22 novembre), elle a très probablement été prise en compte dans les anticipations des marchés. Les réductions opérées par les producteurs conventionnels devraient toutefois être compensées en partie par la progression de la production de pétrole de schiste aux États-Unis. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de l'Eurosystème<sup>8</sup> pour prévoir les cours du pétrole sur l'horizon de projection laisse présager des hausses des prix du pétrole plus prononcées qu'anticipé dans les hypothèses techniques, traduisant un resserrement de l'équilibre entre offre et demande plus rapide que prévu. La concrétisation d'une trajectoire différente, selon laquelle les cours du pétrole sont supérieurs de 11 % au scénario de référence d'ici 2020, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une faible accélération de la hausse de l'IPCH (de 0,2 point de pourcentage en 2019 et 2020).

#### **2) Une trajectoire du taux de change différente**

**Cette analyse de sensibilité examine les effets d'un nouveau renforcement du taux de change de l'euro.** L'une des sources possibles de risque d'appréciation réside dans une reprise économique plus forte qu'anticipé dans la zone euro. Le scénario est basé sur le 75<sup>e</sup> percentile de la distribution fournie par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change USD/EUR au 22 novembre 2017. La trajectoire suppose une appréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,36 en 2020, soit environ 16 % de plus que dans l'hypothèse de référence pour cette année-là. L'hypothèse correspondante pour le taux de

---

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



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 de 52 %. 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 0,2 point de pourcentage en 2018, de 0,6 point de pourcentage en 2019 et de 0,2 point de pourcentage en 2020. La progression de l'IPCH serait quant à elle de 0,2, 0,5 et 0,6 point de pourcentage plus faible en 2018, 2019 et 2020, respectivement. Il convient de noter que ces estimations des effets sur la croissance et l'inflation ne s'exercent qu'en cas de chocs de taux de change purement exogènes.

## Encadré 5

### Prévisions des autres institutions

**Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé.** Elles ne sont toutefois strictement comparables ni entre elles, ni avec les projections macroéconomiques des services de 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
<b>Projections des services de l'Eurosystème</b>	Décembre 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
<b>Commission européenne</b>	Novembre 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
<b>OCDE</b>	Novembre 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
<b>Baromètre de la zone euro</b>	Novembre 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>Consensus économique</b>	Décembre 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
<b>Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)</b>	Octobre 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
<b>FMI</b>	octobre 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (automne 2017) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, 10 octobre 2017 ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2017 ; Consensus économique, décembre 2017 ; MJEconomics pour le Baromètre de la zone euro, novembre 2017 ; Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), octobre 2017.

Notes : Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas, sur ce point, sur quelle base elles sont fondées.



© Banque centrale européenne, 2017

Adresse postale : 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 69 1344 0

Site Internet : [www.ecb.europa.eu](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 2529-4709 (pdf)

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