



Juin 2016

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

1 Perspectives pour la zone euro : vue d'ensemble et principales caractéristiques

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, la faiblesse des cours du pétrole, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et un certain assouplissement budgétaire en 2016. Les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs devraient également favoriser la croissance de la demande intérieure sur l'horizon de projection. Parallèlement, le frein exercé par la croissance limitée des exportations devrait se relâcher, grâce au redressement progressif attendu des échanges commerciaux mondiaux. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et 2018. La hausse de l'IPCH devrait se maintenir à un niveau très faible en 2016, à hauteur de 0,2 %, étant fortement bridée par le précédent recul des prix de l'énergie. En ce qui concerne 2017, une accélération significative de l'inflation, à 1,3 %, est prévue, résultant essentiellement des effets de base haussiers de la composante énergie. La réduction des capacités inutilisées dans l'économie devrait encore légèrement accentuer l'inflation, à 1,6 %, en 2018.

La reprise est tirée par la demande intérieure, qui devrait être stimulée par un certain nombre d'éléments favorables. En particulier, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE continue d'être transmise à l'économie. La croissance de la consommation privée, bien qu'en légère décélération, devrait rester

¹ Les 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 pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur son site Internet. La date d'arrêt pour les hypothèses techniques telles que les cours du pétrole et les taux de change est le 10 mai 2016 (cf. l'encadré 1). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 18 mai 2016.

Le présent exercice de projection macroéconomique couvre la période 2016-2018. Les projections calculées sur un horizon aussi long étant très incertaines, il convient de les interpréter avec beaucoup de précautions. 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.

Un tableau des projections de certaines variables nationales sous-tendant les projections relatives aux agrégats de la zone euro présentées dans cet article sera publié sur le site Internet de la BCE deux semaines après sa parution, à l'issue de la publication des projections nationales par les banques centrales nationales.

vigoureuse, notamment en 2016, les ménages étant susceptibles de dépenser la plupart des gains exceptionnels réalisés grâce aux dernières chutes des cours du pétrole, dans un contexte marqué par une amélioration de la situation sur les marchés du travail et une demande de consommation non satisfaite. La reprise attendue contribuera aussi à un redressement continu, quoique moins rapide que prévu, de l'investissement, en raison notamment des effets d'accélérateur. La demande intérieure bénéficiera par ailleurs d'un certain assouplissement budgétaire à court terme.

Les perspectives de court terme sont obscurcies par des facteurs extérieurs défavorables, qui devraient toutefois se dissiper à moyen terme.

La demande étrangère adressée à la zone euro continuera à ne se redresser que modestement au premier semestre 2016, restant inhibée par la faiblesse de la demande émanant des économies de marché émergentes. Cette incidence négative sur la croissance des exportations hors zone euro n'est toujours atténuée en partie que par les effets décalés favorables de la dernière forte dépréciation de l'euro. À plus long terme, l'activité mondiale hors zone euro devrait se renforcer progressivement sur la période de projection, soutenant ainsi la demande extérieure adressée à la zone euro et, par conséquent, les exportations hors zone euro.

Les évolutions des prix des produits énergétiques figurant dans l'IPCH expliquent encore dans une large mesure le bas niveau de l'inflation totale en 2016 et la nette accélération prévue entre 2016 et 2017.

Les contributions largement négatives de la composante énergie de l'IPCH devraient persister en 2016 et modérer l'inflation totale. D'importants effets de base haussiers suggèrent une accélération marquée de cette composante et un retour à des chiffres positifs en 2017. Lorsque ces effets se seront estompés, cette hausse devrait demeurer à des niveaux relativement stables pendant le reste de la période de projection. Les tensions haussières sur la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devraient s'accroître graduellement sur l'horizon de projection. L'embellie sur les marchés du travail et le renforcement attendu de la reprise économique devraient doper la croissance des salaires et les marges bénéficiaires. L'augmentation prévue des cours du pétrole et des matières premières hors énergie devrait créer des effets indirects haussiers sur la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires qui devraient, à terme, compenser la dissipation des effets d'atténuation exercés par les précédentes chutes des cours des matières premières. Tout au long de l'année 2017, des effets haussiers devraient par ailleurs continuer de découler de la poursuite des répercussions de la dépréciation passée du taux de change de l'euro.

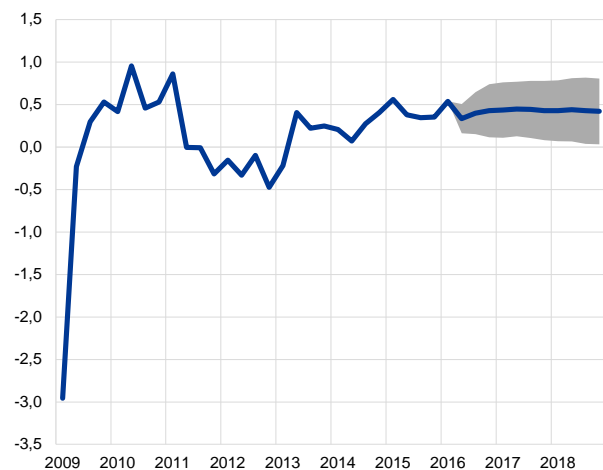
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

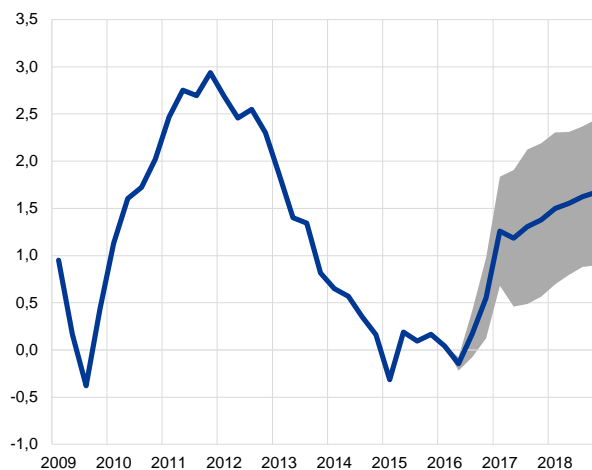
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



PIB en volume 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

L'économie réelle

La vigueur de la reprise de l'activité dans la zone euro devrait se maintenir. La progression du PIB en volume s'est accélérée, à 0,5 %, au premier trimestre 2016. Les données économiques récentes indiquent que la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs s'est stabilisée à des niveaux supérieurs aux moyennes de long terme, laissant entrevoir une croissance économique soutenue dans un proche avenir.

Les dépenses de consommation privée augmenteraient nettement en 2016 et demeureraient vigoureuses par la suite. La progression du revenu disponible nominal devrait se renforcer graduellement au cours de l'horizon de projection, à la faveur de la croissance de l'emploi et de l'augmentation de la rémunération nominale par tête. Les revenus hors travail des ménages contribueront de façon positive à la croissance du revenu disponible nominal, suivant globalement les évolutions des bénéfiques. Le revenu réel disponible devrait quant à lui augmenter à un rythme plus soutenu en 2016 avant de ralentir en 2017 et par la suite, reflétant essentiellement l'évolution de la hausse des prix de l'énergie. Les faibles coûts de financement, la timide reprise de la croissance des prêts et la hausse modérée du patrimoine net des ménages sont autant de facteurs soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE qui devraient favoriser la consommation privée et n'être que partiellement compensés par l'incidence négative de la baisse des encaissements nets d'intérêts sur le revenu disponible. En outre, les progrès réalisés en matière de

désendettement devraient jouer en faveur de la croissance de la consommation privée. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée passerait de 1,7 % en 2015 à 1,9 % en 2016, avant de revenir à 1,7 % en 2017 et 1,5 % en 2018.

Encadré 1

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

Par rapport aux projections de mars, les principales modifications des hypothèses techniques portent sur une hausse significative des cours du pétrole et des matières premières hors énergie exprimés en dollars mais aussi sur une légère dépréciation du taux de change effectif de l'euro et un recul des taux de marché à long terme.

Hypothèses techniques

	Juin 2016				Mars 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Cours de change EUR/USD	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variation annuelle en pourcentage)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 10 mai 2016. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Selon cette méthodologie, les taux d'intérêt à court terme devraient s'élever, en moyenne, à -0,3 % en 2016, 2017 et 2018. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 0,9 % en 2016, 1,1 % en 2017 et 1,4 % en 2018². Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux de marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient diminuer quelque peu en 2016, puis demeurer globalement inchangés en 2017 et augmenter modestement en 2018. S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme et compte tenu de la moyenne de la période de deux semaines précédant la date d'arrêt du 10 mai, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait

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

baisser, revenant de 52,4 dollars en 2015 à 43,4 dollars en 2016, avant de progresser à nouveau pour atteindre 49,1 dollars en 2017 et 51,3 dollars en 2018, soit une révision à la hausse, par rapport aux projections de mars, d'environ 8 dollars pour 2016 et 2017 et 6 dollars pour 2018. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux enregistrer un léger repli en 2016, suivi d'une augmentation en 2017 et 2018³. 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 10 mai. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,13 en 2016 et de 1,14 en 2017 et 2018, contre 1,11 dollar en 2016 et 1,12 dollar en 2017 et 2018 selon les projections de mars. Comparé aux anticipations de l'exercice de mars, le taux de change effectif nominal de l'euro (vis-à-vis des devises de 38 partenaires commerciaux) devrait diminuer de 0,6 % sur l'horizon de projection.

Le taux d'épargne devrait reculer jusqu'au milieu de l'année 2017 et resterait ensuite globalement inchangé. Les répercussions progressives des hausses du revenu réel liées aux cours du pétrole continueraient de soutenir quelque peu le taux d'épargne en 2016 avant de décliner en 2017. Dès lors, le taux d'épargne stagnerait jusqu'à la fin de l'horizon de projection, traduisant des facteurs agissant en sens opposé. De manière générale, la baisse du chômage, l'amélioration des conditions de crédit et la faiblesse des taux d'intérêt suggèrent un recul du taux d'épargne. Dans certains pays, toutefois, les besoins de désendettement devraient compenser cette évolution et entraîner une hausse de l'épargne.

L'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se redresser modestement. L'accélération anticipée de la croissance du revenu disponible nominal ainsi que le très bas niveau des taux hypothécaires devraient favoriser une reprise soutenue de l'investissement résidentiel. De surcroît, les processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de nombreux pays semblent être arrivés à leur terme et les prix des logements ont atteint un plancher. Ceci étant, les niveaux élevés du chômage et de l'endettement des ménages dans certains pays ainsi que des évolutions démographiques défavorables sont susceptibles d'empêcher une augmentation plus marquée de l'investissement résidentiel.

L'investissement des entreprises devrait continuer de se redresser. Les dépenses d'investissement devraient être stimulées par plusieurs facteurs, comme l'orientation très accommodante de la politique monétaire, encore consolidée par les mesures de politique monétaire prises récemment par la BCE, le renforcement anticipé de la demande tant intérieure qu'extérieure, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone, le faible coût et la grande disponibilité du financement externe, les mesures budgétaires engagées dans quelques pays et l'amélioration des marges bénéficiaires alors que le secteur

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 deuxième trimestre 2017 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

des sociétés non financières dispose déjà de liquidités abondantes. De plus, le vif redressement des cours des actions observé ces dernières années ainsi que la progression modérée du financement par endettement ont porté le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à des niveaux proches des points bas historiques dans le secteur des sociétés non financières. Néanmoins, la reprise de l'investissement des entreprises sera entravée par des rigidités sur les marchés du travail et des produits, par des anticipations de croissance potentielle plus timides que par le passé ainsi que par le renforcement des incertitudes géopolitiques.

Les exportations hors zone euro devraient augmenter en fonction de la demande étrangère adressée à la zone euro. En raison du raffermissement de l'activité mondiale, la demande extérieure devrait graduellement s'accélérer à partir du second semestre 2016, tout en demeurant nettement en-deçà de sa progression d'avant la crise (cf. l'encadré 2). Après avoir augmenté récemment, les parts de marché à l'exportation hors zone euro devraient rester globalement inchangées sur l'horizon de projection. Quant aux importations en provenance des pays hors zone euro, elles s'accroîtraient conformément à leur élasticité historique par rapport à la demande totale, quoiqu'en continuant de progresser plus rapidement que les exportations, ce qui préfigure une contribution négative des échanges nets à la croissance en 2016, qui se muera en contribution neutre par la suite. L'excédent du compte courant devrait diminuer faiblement pour revenir de 3,2 % du PIB en 2015 à 2,8 % en 2018.

Encadré 2

L'environnement international

L'activité économique mondiale devrait se renforcer progressivement, tirée par la résistance des perspectives de croissance dans la plupart des économies avancées et par l'essoufflement graduel des profondes récessions subies par quelques grandes économies de marché émergentes.

Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail devraient conforter les perspectives des économies avancées. Le ralentissement progressif de l'économie chinoise devrait peser sur la croissance des autres économies de marché émergentes, particulièrement en Asie. Même si le récent rebond des prix des matières premières entraîne un relâchement de certaines des tensions les plus fortes, les exportateurs de matières premières poursuivront leurs efforts d'ajustement afin de réduire leurs prix. Par ailleurs, en dépit de la récente remontée des marchés financiers, les économies de marché émergentes sont confrontées à un durcissement des conditions de financement extérieures en partie associé à la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. L'incertitude politique et les tensions géopolitiques pèsent également sur la demande dans certains pays.

Après une période de faiblesse notable pendant les six premiers mois de l'année 2015, les échanges mondiaux (hors zone euro) ont à nouveau crû au second semestre de cette même année. À court terme, les importations mondiales resteront faibles dans certaines économies émergentes, en particulier au Brésil et en Russie. Par la suite, le commerce mondial devrait se renforcer progressivement, en phase avec le redressement de l'activité mondiale. La projection

continue de tabler sur une élasticité des échanges par rapport à la croissance mondiale d'environ 1 à moyen terme, soit un niveau considérablement inférieur à ceux qui prévalaient avant la crise. Dans l'ensemble, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de 0,6 % en 2015 à 2,0 % en 2016, 3,5 % en 2017 et 4,0 % en 2018.

Par rapport aux projections de mars 2016, l'activité mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ont été révisées à la baisse.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2016				Mars 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Globalement, le PIB en volume devrait croître de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et 2018.

L'écart de production négatif devrait se résorber régulièrement sur l'horizon de projection, témoignant d'une croissance potentielle seulement modérée.

Même si les estimations prévoient une augmentation de la croissance potentielle sur l'horizon de projection, celle-ci devrait demeurer bien en-deçà du taux d'environ 1,7 % d'avant la crise. Ce manque de dynamisme de la croissance potentielle traduit en premier lieu une contribution relativement faible du capital, faisant suite à une période prolongée de progression modeste des investissements. La contribution du travail devrait se renforcer sur l'horizon, reflétant un accroissement de la population en âge de travailler, dans un contexte de relèvement des taux d'activité notamment lié à certaines réformes structurelles mais aussi à l'immigration en cours.

L'amélioration de la situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait se poursuivre sur l'horizon de projection, à un rythme un peu plus soutenu que précédemment anticipé.

L'emploi continuerait de croître sur l'horizon de projection, tandis que la population active augmenterait fortement en 2016 et 2017, sous l'effet en partie de l'afflux de réfugiés et des « travailleurs encouragés ». Le taux de chômage reculerait, tout en se maintenant à un niveau historiquement élevé. Les évolutions de l'emploi impliquent un rebond de la croissance de la productivité du travail qui passerait de 0,6% en 2015 à 0,9 % en 2018, en ligne avec son profil procyclique classique.

Par rapport aux projections de mars 2016, les perspectives de croissance du PIB en volume pour 2016 ont été révisées à la hausse. Cette révision reflète partiellement un effet de report plus positif lié aux ajustements des données historiques ainsi qu'une croissance plus forte que prévu au premier trimestre de l'année et une baisse des incertitudes associée à la diminution de la volatilité des

marchés financiers. À plus long terme, les perspectives de croissance sont globalement inchangées, masquant les incidences baissières liées au renchérissement du pétrole et à l'affaiblissement de la demande extérieure, largement compensés par les effets favorables des mesures de politique monétaire prises en mars 2016.

3 Prix et coûts

Les récentes évolutions de la hausse de l'IPCH ont été influencées par la faiblesse des prix de l'énergie et l'augmentation modérée de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La hausse de l'IPCH s'est établie à -0,1 % en mai 2016, traduisant un taux de -8,1 % pour la composante énergie et de 0,8 % pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Sur la période de projection, les tensions sur les prix d'origine externe devraient s'accroître, contribuant sensiblement à une accélération de l'inflation. Les effets de base haussiers des cours du pétrole sur la progression de la composante énergie de l'IPCH ainsi que les nouvelles hausses prévues ressortant des prix des contrats à terme sur le pétrole devraient contribuer, pour une large part, au rebond de l'inflation entre 2016 et 2017. Les pressions à la hausse sur l'inflation devraient également continuer de répercuter la dépréciation substantielle du taux de change de l'euro survenue à partir de la mi-2014. La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accroître progressivement sur l'horizon de projection à mesure de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et du renforcement du redressement économique, avec le soutien des mesures de politique monétaire de la BCE.

La croissance salariale est modérée mais devrait s'amplifier légèrement avec l'accroissement graduel des tensions sur les marchés du travail. La hausse des salaires est freinée par le chômage élevé, la faible progression de la productivité, les processus d'ajustement entrepris par les pays pour renouer avec la compétitivité et une flexibilité salariale accrue par les réformes structurelles des marchés du travail mises en œuvre pendant la crise. À cet égard, des effets de composition devraient continuer à enrayer la croissance salariale agrégée, les nouveaux emplois semblant être surtout créés dans des secteurs présentant une productivité du travail relativement faible et, par conséquent, de bas niveaux de salaires. Globalement, la progression de la rémunération par tête devrait s'intensifier graduellement, passant de 1,3 % en moyenne en 2016 à 1,8 % en 2017 et 2,2 % en 2018.

Le redressement économique en cours devrait être profitable aux marges bénéficiaires. Les nouvelles améliorations attendues de la demande devraient soutenir le pouvoir en matière de fixation des prix des entreprises et, ainsi, les marges bénéficiaires. Celles-ci ont récemment profité des gains exceptionnels dus à la baisse des cours du pétrole mais cet effet devrait s'estomper dans un avenir proche étant donné les nouvelles hausses des prix du pétrole enregistrées récemment et les augmentations attendues ressortant de la courbe des contrats à

terme sur le pétrole. Les accélérations projetées de la croissance des coûts salariaux unitaires sur l'horizon devraient par ailleurs avoir un effet modérateur sur les marges bénéficiaires, en particulier en 2018.

Par rapport aux projections de mars, les perspectives d'augmentation de l'IPCH ont été légèrement révisées à la hausse pour 2016 et demeurent globalement inchangées pour 2017 et 2018. Les corrections à la hausse apportées à la composante énergie de l'IPCH en lien avec les modifications des hypothèses concernant les cours du pétrole ont quelque peu compensé les révisions à la baisse des composantes hors énergie pour 2016. En ce qui concerne 2017 et 2018, les révisions à la hausse des composantes énergie et produits alimentaires sont largement effacées par les corrections à la baisse de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

4 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire devrait apporter une faible contribution positive à la demande en 2016 avant de devenir globalement neutre en 2017 et 2018.

L'orientation budgétaire est mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier.

L'orientation globalement expansionniste des politiques budgétaires en 2016 résulte essentiellement des réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales dans plusieurs pays mais aussi des dépenses accrues liées à l'afflux de réfugiés.

Sur l'horizon de projection, tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios de dette publique devraient s'inscrire en baisse. La réduction des déficits, en 2016, tient à la baisse des paiements d'intérêts et à l'amélioration de la composante conjoncturelle, en partie contrebalancées par un assouplissement de l'orientation budgétaire. En 2017 et 2018, l'incidence favorable de la diminution des paiements d'intérêts devrait être amplifiée par une amélioration du solde budgétaire tenant principalement aux évolutions conjoncturelles. Sur la période 2016-2018, la réduction progressive de la dette publique devrait être avant tout soutenue par l'écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt au regard des anticipations de reprise économique et de faiblesse des taux d'intérêt. De légers excédents primaires pourraient également s'avérer bénéfiques pour la trajectoire prévue de la dette.

Par rapport aux projections publiées en mars, les perspectives budgétaires sont plus favorables. Le solde budgétaire des administrations publiques a été révisé à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection en raison d'une hypothèse de progression de la consommation publique, rémunération des fonctionnaires comprise, moins dynamique, dans un contexte de croissance du PIB nominal globalement inchangée en 2017 et 2018. Le ratio dette/PIB devrait également être inférieur sur l'horizon, traduisant des excédents primaires plus élevés et, particulièrement en 2016, un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance plus

favorable ayant pour origine la révision à la hausse des anticipations de croissance du PIB nominal.

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2016				Mars 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB en volume ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾
Consommation privée	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Consommation publique	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
FBCF	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Exportations ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Importations ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Emploi	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Taux de chômage (% de la population active)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
IPCH	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Coûts unitaires de main- d'œuvre	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Rémunération par tête	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Productivité du travail	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Dettes brutes des adm. publiques (% du PIB)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Solde du compte courant (% du PIB)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Données corrigées du nombre de 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 pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du Bulletin mensuel de la BCE de mars 2012 et l'encadré intitulé *Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente*, publié dans le Bulletin mensuel de la BCE de septembre 2014.

Encadré 3

Analyses de sensibilité

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de certaines variables clés. Certaines de ces variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, l'examen de la sensibilité de ces dernières à des trajectoires

alternatives de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques entourant les projections. Le présent encadré étudie l'incertitude concernant certaines hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces variables.

1) Une évolution différente des cours du pétrole

Des modèles alternatifs d'évolution des cours du pétrole signalent, sur l'horizon de projection, un risque de hausses légèrement 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 un renchérissement du pétrole, le prix du baril de pétrole brut Brent atteignant 52 dollars fin 2018. Cette évolution est cohérente avec une reprise modérée de la demande mondiale de pétrole, qui constitue un scénario pouvant être associé au raffermissement du redressement économique à l'échelle internationale, ainsi qu'avec une légère diminution de l'offre de pétrole. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de l'Eurosystème⁴ pour projeter les cours du pétrole sur l'horizon laisse actuellement entrevoir un prix du pétrole plus élevé en 2017 et 2018 qu'anticipé dans les hypothèses techniques. Un tel renchérissement pourrait résulter d'un rebond plus marqué de la demande mondiale de pétrole, lié à une augmentation plus forte que prévu de l'activité mondiale, et/ou d'un affaiblissement plus net de l'offre de pétrole, découlant d'une baisse des investissements dans ce secteur et donc d'une réduction des capacités d'exploitation du pétrole dans certains pays producteurs. La concrétisation d'une trajectoire différente, à travers laquelle les cours du pétrole ressortiraient 10 % au-dessus du scénario de référence d'ici 2018, freinerait légèrement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une faible accélération de la hausse de l'IPCH (d'environ 0,1 point de pourcentage en 2017 et 0,2 point de pourcentage en 2018).

2) Un schéma différent d'évolution du taux de change

Cette analyse de sensibilité permet d'examiner l'incidence d'une évolution du taux de change de l'euro plus faible par rapport au scénario de référence.

Les risques de dépréciation du taux de change de l'euro tiennent principalement à une divergence des orientations de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. En particulier, un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro et une augmentation plus précoce que prévu du taux des fonds fédéraux aux États-Unis pourraient renforcer les pressions à la baisse sur l'euro. Le schéma différent d'évolution du taux de change de l'euro est basé sur le 25^e percentile de la distribution fournie, le 10 mai 2016, par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change EUR/USD. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,04 EUR/USD en 2018, soit 8,8 % en-deçà de l'hypothèse de référence pour cette année-là. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 50 %. Cette hypothèse entraîne une divergence graduelle à la baisse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, qui s'établirait à 4,6 % en-deçà du scénario de référence

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

en 2018. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de l'Eurosystème va dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage, et d'une progression de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,3 point de pourcentage, en 2016, 2017 et 2018.

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. Toutefois, ces prévisions ne sont 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. tableau ci-dessous). Comme il ressort du tableau ci-dessous, la plupart des prévisions établies par les autres institutions et actuellement disponibles indiquent une croissance similaire ou légèrement inférieure du PIB en volume sur l'horizon de projection tandis que, en termes d'inflation, elles présentent des perspectives analogues voire légèrement supérieures. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH ne diffèrent pas sensiblement des projections ponctuelles de juin établies par les services de l'Eurosystème et se situent nettement à l'intérieur des intervalles de ces projections (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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projections des services de l'Eurosystème	Juin 2016	1,6	1,7	1,7	0,2	1,3	1,6
		[1,3-1,9]	[0,7-2,7]	[0,5-2,9]	[0,1-0,3]	[0,6-2,0]	[0,7-2,5]
Commission européenne	Mai 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCDE	Juin 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Baromètre de la zone euro	Mai 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus économique	Mai 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Avril 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
FMI	Avril 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (printemps 2016) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2016 ; Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2016 ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

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 quelle base elles sont fondées.

© Banque centrale européenne, 2016

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

Téléphone : +49 69 1344 0

Site Internet : www.ecb.europa.eu

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont autorisées en citant la source.