



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE

Mars 2019



Sommaire

Vue d'ensemble	2
1 L'économie réelle	3
Encadré 1 Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change et les prix des matières premières	7
Encadré 2 L'environnement international	9
2 Prix et coûts	13
3 Perspectives budgétaires	15
Encadré 3 Analyses de sensibilité	15
Encadré 4 Prévisions des autres institutions	16

Vue d'ensemble

La croissance du PIB en volume est, de façon inattendue, demeurée atone au quatrième trimestre 2018 et les indicateurs récents font état d'une activité nettement plus faible que prévu au premier semestre 2019 également. Si certains facteurs temporaires ont probablement contribué au ralentissement de l'activité fin 2018, la détérioration généralisée des indicateurs du climat économique à travers les pays et les secteurs au cours de ces derniers mois donne à penser que des facteurs défavorables plus persistants ont également été à l'œuvre et que la dynamique conjoncturelle de fond est légèrement plus faible qu'estimé précédemment. À court terme, les incertitudes au niveau mondial (liées notamment aux risques d'intensification des mesures protectionnistes et à la possibilité d'un Brexit désordonné) associées à des facteurs domestiques défavorables dans certains pays de la zone euro devraient continuer à peser sur l'activité économique de la zone euro. Par la suite, le scénario de référence prévoit la dissipation progressive de ces vents contraires aux niveaux national et mondial ainsi que la persistance, globalement, des facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro. Ces facteurs incluent notamment l'orientation très accommodante de la politique monétaire, la hausse des salaires, la reprise de la demande extérieure et un certain assouplissement budgétaire. Ces facteurs favorables devraient progressivement prévaloir, la croissance du PIB en volume devrait s'amplifier, passant de 1,1 % en 2019 à 1,6 % en 2020 et 1,5 % en 2021. En comparaison avec les projections de décembre 2018, la croissance du PIB en volume pour 2019 a été révisée à la baisse de 0,6 point de pourcentage. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait poursuivre son ralentissement au cours de l'année 2019, avant de s'accélérer sur le reste de l'horizon de projection pour atteindre 1,6 % en 2021. Ce reflux de la hausse de l'IPCH en 2019 s'explique par une nette baisse de sa composante énergie, provoquée par le récent recul des cours du pétrole. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer progressivement sur l'horizon de projection, reflétant le renforcement continu mais plus modéré de l'activité économique et l'accentuation des tensions sur les marchés du travail. Par rapport aux projections de décembre 2018, la progression de l'IPCH a été révisée à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, principalement sous l'effet d'une dégradation récente des données, d'une détérioration des perspectives de croissance économique et d'une révision à la baisse des hypothèses relatives aux cours du pétrole.¹

¹ La date d'arrêté pour les hypothèses techniques, concernant notamment les cours du pétrole et les taux de change, est le 12 février 2019 (cf. l'encadré 1). Les autres informations ont pu être incluses dans cet exercice jusqu'au 21 février 2019.

Le présent exercice de projections macroéconomiques 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.

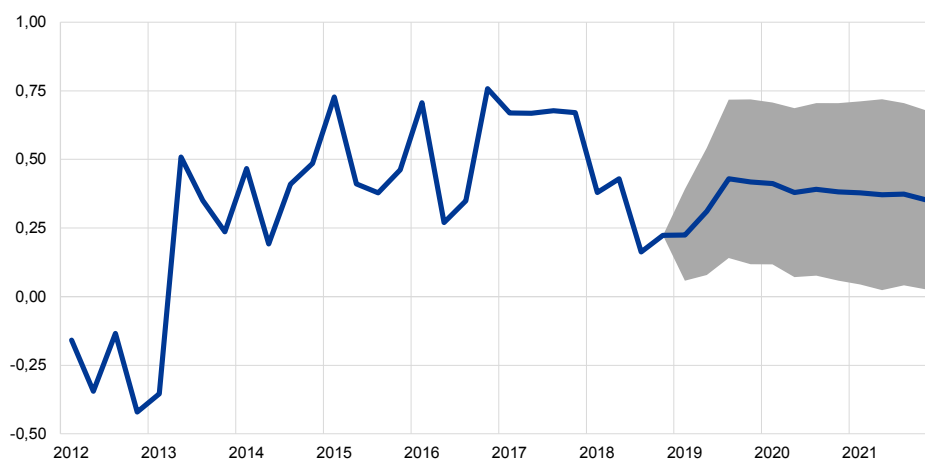
Vous pouvez accéder aux données utilisées pour établir certains tableaux et graphiques en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

1 L'économie réelle

La croissance s'est nettement affaiblie au second semestre 2018 et a été caractérisée par des divergences accrues entre les plus grands pays de la zone euro (cf. le graphique 1). Le fléchissement de la croissance du PIB en volume en rythme trimestriel, revenue de 0,4 % au premier semestre 2018 à 0,2 % au second semestre, est en partie lié à des facteurs spécifiques ayant pesé sur l'activité. Parmi les plus grands pays de la zone euro, ce fut le cas en particulier en Allemagne et en Italie, dont les taux de croissance du PIB en rythme trimestriel ont nettement reculé (revenant de 0,4 % au premier semestre 2018 à un point mort au second semestre de l'année en Allemagne et de 0,2 % à des taux négatifs sur les mêmes périodes en Italie). En Allemagne, le brusque ralentissement au second semestre 2018 a été en partie imputable aux perturbations concernant l'industrie automobile, qui se sont révélées plus durables que prévu, mais a également reflété une faiblesse généralisée dans les différents secteurs. En Italie, l'incertitude, la volatilité des marchés financiers et la détérioration de la confiance des chefs d'entreprise ont eu une incidence de plus en plus défavorable sur l'activité économique. La croissance trimestrielle du PIB en France et en Espagne au second semestre 2018 a légèrement dépassé le rythme observé au premier semestre de l'année.

Graphique 1
PIB en volume de la zone euro

(variations trimestrielles en pourcentage, en données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés)



Note : 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>

À quelques exceptions près, les indicateurs récents relatifs au climat des affaires se sont globalement détériorés, en raison d'incertitudes aux niveaux national et mondial ainsi que d'un affaiblissement plus précoce que prévu de la dynamique conjoncturelle de fond. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) compilé par la Commission européenne a poursuivi sa baisse au cours de ces derniers mois, dans l'ensemble des pays de la zone euro et

des différents secteurs. Tout en demeurant supérieurs à leurs moyennes historiques, les indicateurs de confiance du secteur industriel, du secteur des services et des consommateurs composant l'ESI sont revenus à des niveaux observés pour la dernière fois fin 2016. Les indices des directeurs d'achat sont eux aussi restés orientés à la baisse au cours de ces derniers mois, en raison de la dégradation de l'évaluation des nouvelles commandes à l'exportation et des stocks. Les évolutions baissières généralisées surprenantes des données économiques peuvent refléter une incidence plus forte que prévu des incertitudes au niveau mondial, en particulier liées aux conflits commerciaux et au Brexit, ainsi que l'incidence des incertitudes en Italie évoquées plus haut et d'éventuelles répercussions négatives des protestations en France. Elles peuvent également indiquer un affaiblissement plus précoce que prévu de la dynamique conjoncturelle de fond, attestant la maturité croissante de la position du cycle conjoncturel de l'économie de la zone euro. Ces éléments se traduisent par des révisions à la baisse de la croissance du PIB en volume pour les trimestres à venir.

À moyen terme, le scénario de référence prévoit la dissipation progressive des contraintes mondiales et nationales, permettant aux facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro de reprendre de la vigueur (cf. le tableau 1). En particulier, le scénario de référence fait l'hypothèse d'une absence de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'Union européenne et d'une normalisation graduelle du niveau actuel d'incertitudes concernant le commerce mondial et les politiques nationales dans certains pays de la zone euro. L'atténuation de ces vents contraires ouvrira la voie à un certain nombre de facteurs fondamentaux favorables. L'orientation de la politique monétaire de la BCE devrait demeurer très accommodante et rester transmise à l'économie. L'activité de prêt au secteur privé devrait se maintenir grâce à des taux d'intérêt bas et à des conditions d'octroi favorables tant pour les ménages que pour les sociétés non financières. La progression de la consommation privée et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel bénéficierait quant à elle de l'accélération de la hausse des salaires et d'une croissance du patrimoine net des ménages ainsi que de la baisse du chômage. Dans le même temps, l'augmentation de l'investissement des entreprises se prolongera dans un contexte de bénéfices accrus, de forte utilisation des capacités de production et d'investissements susceptibles d'économiser de la main-d'œuvre dans le cadre de pénuries croissantes. Les exportations de la zone euro devraient profiter de la reprise prévue de la demande extérieure adressée à la zone euro et de certains gains de compétitivité. Enfin, l'orientation budgétaire devrait s'assouplir sur l'ensemble de l'horizon après avoir été globalement neutre en 2018 (cf. la section 3).

Tableau 1
Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2019				Décembre 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB en volume	1,9	1,1	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
		[0,7 - 1,5] ¹⁾	[0,7 - 2,5] ¹⁾	[0,5 - 2,5] ¹⁾	[1,8 - 2,0] ¹⁾	[1,1 - 2,3] ¹⁾	[0,8 - 2,6] ¹⁾	[0,5 - 2,5] ¹⁾
Consommation privée	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4	1,7	1,6	1,4
Consommation publique	1,1	1,7	1,6	1,4	1,1	1,6	1,4	1,4
Formation brute de capital fixe	3,3	2,1	2,4	2,0	3,5	3,3	2,6	2,1
Exportations²⁾	2,8	2,8	3,6	3,2	2,8	3,5	3,8	3,4
Importations²⁾	2,7	3,7	4,1	3,5	2,7	4,2	4,2	3,6
Emploi	1,4	0,7	0,6	0,6	1,4	0,9	0,8	0,6
Taux de chômage (% de la population active)	8,2	7,9	7,7	7,5	8,2	7,8	7,5	7,1
IPCH	1,7	1,2	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8
		[0,9 - 1,5] ¹⁾	[0,8 - 2,2] ¹⁾	[0,8 - 2,4] ¹⁾	[1,8 - 1,8] ¹⁾	[1,1 - 2,1] ¹⁾	[0,9 - 2,5] ¹⁾	[0,9 - 2,7] ¹⁾
IPCH hors énergie	1,2	1,4	1,6	1,6	1,3	1,5	1,7	1,8
IPCH hors énergie et produits alimentaires	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,4	1,6	1,8
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte³⁾	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,4	1,6	1,8
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,8	1,7	1,4	1,6	1,7	1,3	1,6	1,8
Rémunération par tête	2,2	2,1	2,4	2,6	2,2	2,1	2,5	2,7
Productivité du travail	0,4	0,4	1,0	0,9	0,5	0,8	0,9	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6
Solde budgétaire structurel (% du PIB)⁴⁾	-0,4	-0,8	-1,0	-1,2	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	85,0	83,8	82,3	81,1	84,9	83,0	80,9	79,0
Solde du compte courant (% du PIB)	3,0	2,4	2,3	2,2	3,0	2,7	2,6	2,5

Note : Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes, aux coûts unitaires de main-d'œuvre, à la rémunération par tête et à la productivité du travail sont basées sur des données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

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) Y compris les échanges intra-zone euro.

3) 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.

4) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements.

Toutefois, la dissipation de certaines entraves freinera le redressement de la croissance économique sur la dernière moitié de l'horizon de projection. Les hypothèses techniques signalent des conditions de financement progressivement

moins favorables, même si elles continueront à soutenir la croissance. En outre, après plusieurs années de hausse soutenue, l'emploi devrait croître à un rythme légèrement plus faible à moyen terme, reflétant essentiellement les pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays.

La solide dynamique du revenu réel disponible devrait se maintenir en 2019 et 2020, avant de ralentir en 2021. Cette projection traduit des évolutions divergentes de la progression du revenu disponible nominal et de la hausse des prix à la consommation en 2019 et 2020, tandis qu'à la fois le ralentissement de l'augmentation du revenu nominal et la légère accélération de l'inflation pèseront sur la croissance du revenu réel en 2021. La contribution des salaires et rémunérations bruts à la hausse du revenu disponible nominal devrait diminuer quelque peu en 2019 (en raison de l'atténuation de la croissance de l'emploi) et demeurer globalement inchangée par la suite (l'accélération escomptée de la hausse des salaires nominaux compensant un nouveau ralentissement des créations d'emplois). Les revenus hors travail ont diminué au second semestre 2018 et devraient se redresser progressivement sur l'horizon de projection, suivant globalement les bénéfices. La contribution des transferts budgétaires nets devrait, pour la première fois depuis 2010, être positive en 2019, traduisant à la fois des réductions de la fiscalité directe et une augmentation des transferts aux ménages, puis être globalement neutre en 2020 et 2021.

La consommation privée devrait se redresser à court terme, mais des incertitudes dans certains pays sont susceptibles de peser sur sa dynamique. La consommation privée s'est ralentie dans le courant de l'année 2018. Au cours des prochains trimestres, la confiance toujours relativement 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, encore accentuée par l'effet positif d'un assouplissement de la politique budgétaire dans certains pays. Dans le même temps, une incidence défavorable persistante des incertitudes propres à certains pays de la zone euro devrait peser sur la consommation privée dans les trimestres à venir.

L'augmentation de la consommation privée devrait être stimulée à moyen terme par des conditions de financement favorables et une hausse du patrimoine net des ménages. Les taux débiteurs des banques devraient s'accroître modérément sur l'horizon de projection. Cependant, l'incidence de cette hausse sur les paiements d'intérêts bruts serait limitée, les ménages étant endettés à long terme avec une part relativement réduite de dette à taux variable dans leurs bilans. Par conséquent, malgré l'augmentation des taux débiteurs, les paiements d'intérêts bruts demeureraient peu élevés et, de ce fait, continueraient de soutenir la consommation privée. En outre, le patrimoine net des ménages devrait progresser d'environ 2,5 % en termes réels chaque année au cours de la période 2019-2021, favorisé par la persistance de solides plus-values réalisées sur l'immobilier, qui explique plus de la moitié de la progression escomptée. La croissance du patrimoine net réel des ménages devrait stimuler la consommation, même si l'endettement brut des ménages reste à des niveaux qui prévalaient avant le début de la crise financière internationale.

Encadré 1

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

Par rapport aux projections de décembre 2018, les hypothèses techniques comprennent une baisse des cours du pétrole, une dépréciation du taux de change effectif de l'euro et une diminution 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 12 février 2019. 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, -0,2 % pour 2020 et 0,0 % 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 1,0 % en 2019, 1,3 % en 2020 et 1,5 % en 2021². Par rapport aux projections de décembre 2018, les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt à court terme ont été révisées à la baisse, de 2 points de base pour 2019, de 17 points de base pour 2020 et de 31 points de base pour 2021, les taux d'intérêt à long terme étant eux aussi revus à la baisse, d'environ 40 points de base sur l'ensemble de l'horizon.

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 12 février 2019, le prix du baril de pétrole brut Brent devrait revenir de 71,1 dollars en 2018 à 61,7 dollars en 2019, puis à 60,6 dollars en 2021. Par comparaison avec les projections de décembre 2018, cette tendance signale des cours du pétrole exprimés en dollars inférieurs de respectivement 8,6 % en 2019, 8,2 % en 2020 et 8,0 % en 2021. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars devraient rebondir sur 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 12 février 2019. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar américain de 1,14 sur la période 2019-2021, chiffre globalement inchangé par rapport aux projections de décembre 2018. Le taux de change effectif de l'euro (au regard de 38 partenaires commerciaux) est de 0,9 % inférieur aux projections de décembre 2018.

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 dans la zone euro 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 premier trimestre 2020 et évoluer ensuite en phase avec l'activité économique mondiale.

Hypothèses techniques

	Mars 2019				Décembre 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,1	1,0	1,3	1,5	1,1	1,4	1,7	1,9
Cours du pétrole (en dollars par baril)	71,1	61,7	61,3	60,6	71,8	67,5	66,8	65,9
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	3,9	1,2	4,3	4,3	3,0	-1,4	4,4	4,3
Taux de change EUR/USD	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14	1,14
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCE-38) (variation annuelle en pourcentage)	5,2	-0,9	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0

La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré.

La confiance dans le secteur de la construction et l'augmentation du nombre de permis de construire suggèrent une poursuite de la progression de l'investissement en logements au cours des prochains trimestres, à un rythme lent toutefois. Un tel affaiblissement ressort également d'enquêtes montrant une récente baisse de la part des ménages prévoyant, au cours de la prochaine année, des travaux d'amélioration du bien qu'ils possèdent. Le léger resserrement des conditions de financement, mais également les contraintes de capacité croissantes dans le secteur de la construction et les tendances démographiques défavorables dans certains pays pourraient être vecteurs de modération.

La reprise de l'investissement des entreprises se prolongerait sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plutôt modéré.

Selon les estimations, l'investissement des entreprises s'est ralenti au second semestre de 2018. En 2019, l'investissement des entreprises devrait demeurer assez modéré, car les inquiétudes persistantes relatives aux politiques commerciales mondiales, à un Brexit sans accord et à un atterrissage brutal en Chine semblent avoir eu une influence de plus en plus négative sur la confiance des chefs d'entreprise dans les différents pays. De manière générale, plusieurs fondamentaux favorables devraient toutefois continuer de soutenir l'investissement des entreprises dans la zone euro : l'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier demeure 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 bénéfices devraient augmenter, alors que les entreprises ont déjà accumulé un excédent important d'actifs liquides au cours de ces dernières années ; et les entreprises pourraient accroître leurs investissements pour compenser les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre.

Encadré 2

L'environnement international

Après avoir atteint un pic au second semestre 2017, la dynamique de la croissance mondiale a continué de fléchir. L'activité économique dans les économies avancées s'est ralentie au troisième trimestre 2018, légèrement plus que ne le prévoyaient les projections de décembre 2018 en raison des moins bons résultats enregistrés par certaines économies européennes n'appartenant pas à la zone euro et d'une contraction quelque peu plus marquée au Japon. La croissance des économies de marché émergentes a été régulière, globalement en phase avec les projections de décembre 2018. Les résultats d'enquêtes font état d'un ralentissement de la croissance mondiale au quatrième trimestre 2018 et d'un affaiblissement accru début 2019.

L'activité manufacturière mondiale s'est ralentie dans le cadre d'un cycle d'activité arrivant à maturité dans les grandes économies avancées. En outre, le rythme de ce ralentissement a été accentué par les incertitudes croissantes pesant sur l'économie mondiale, comme l'intensification du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, les tensions financières dans les économies de marché émergentes au cours de l'été et, plus récemment, des signes de ralentissement de la croissance en Chine, qui ont eu des répercussions sur d'autres économies asiatiques. Le ralentissement de l'activité manufacturière mondiale a également pesé sur le commerce mondial.

La croissance mondiale devrait faiblir légèrement cette année dans un contexte d'évolutions de plus en plus défavorables. Ces vents contraires consistent en un affaiblissement de l'activité manufacturière et du commerce à l'échelle mondiale dans un environnement d'incertitude politique élevée et en hausse. Bien que l'importante relance budgétaire procyclique aux États-Unis, notamment une réduction des impôts et une augmentation des dépenses publiques, continue de favoriser la croissance américaine et mondiale cette année, la paralysie partielle du gouvernement fédéral, la plus longue ayant jamais eu lieu aux États-Unis, devrait peser sur l'activité américaine, tandis que les prochaines discussions sur le plafond de la dette pourraient entraîner une érosion accrue de la confiance des consommateurs américains. En Chine, le ralentissement de la demande intérieure devrait se poursuivre au premier semestre de cette année. Le soutien des politiques publiques annoncé récemment ne devrait en effet pas produire des résultats immédiats. Par ailleurs, la diminution des cours du pétrole devrait soutenir la croissance des pays importateurs de pétrole, tout en pesant sur l'activité des pays exportateurs.

À moyen terme, la croissance mondiale devrait se raffermir quelque peu. Cette projection reflète trois facteurs-clés qui déterminent la trajectoire de la croissance mondiale sur l'horizon de projection. Premièrement, la dynamique conjoncturelle dans les économies avancées va se ralentir, sous l'effet du renforcement des contraintes de capacité et de la diminution progressive du soutien des politiques publiques, dans un contexte d'écart de production positif et de faibles taux de chômage dans les principales économies avancées. Aux États-Unis, la stimulation apportée à la croissance par le programme de relance budgétaire atteindra son pic en 2019 et le Comité fédéral de l'*open market* devrait continuer sa normalisation progressive de la politique monétaire, bien que plus prudemment. Deuxièmement, une transition ordonnée vers une trajectoire de croissance plus faible, moins dépendante des investissements et des exportations, devrait se poursuivre en Chine. Troisièmement, la croissance devrait se redresser dans plusieurs économies de marché émergentes qui traversent, ou ont traversé, de profondes récessions, en particulier, mais pas exclusivement, l'Argentine, le Brésil et la Turquie. À cet égard, selon les projections, l'intensification, survenue l'année dernière, des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait peser principalement sur l'activité de ces deux pays. Globalement, le rythme de l'expansion mondiale sera

inférieur aux niveaux d'avant la crise et conforme à la croissance mondiale potentielle. La croissance mondiale (hors zone euro) devrait revenir de 3,7 % en 2018 à 3,5 % cette année et augmenter à nouveau légèrement, à 3,6 %, sur la période 2020-2021. Par rapport aux projections de décembre 2018, les projections relatives à la croissance mondiale sont pratiquement inchangées.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2019				Décembre 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,7	3,5	3,6	3,6	3,8	3,5	3,6	3,6
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	4,9	2,4	3,4	3,6	5,1	3,5	3,6	3,6
Demande extérieure adressée à la zone euro ²⁾	4,0	2,2	3,3	3,4	4,3	3,1	3,5	3,4

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Le ralentissement de l'activité industrielle mondiale, l'aggravation des tensions commerciales et l'affaiblissement du cycle technologique asiatique devraient peser sur les échanges commerciaux mondiaux cette année, entraînant un tassement plus prononcé du commerce mondial que de l'activité. À plus long terme, les projections relatives aux échanges commerciaux mondiaux tablent sur une croissance des importations mondiales globalement en phase avec l'activité. La demande extérieure adressée à la zone euro, qui a crû de 4 % en 2018, devrait ralentir sensiblement, retombant à 2,2 % en 2019, avant d'atteindre 3,3 % en 2020 et 3,4 % en 2021. Par rapport à l'exercice de projection de décembre 2018, la demande extérieure adressée à la zone euro a été considérablement révisée à la baisse en 2019 et dans une moindre mesure en 2020, reflétant largement¹⁾ des données décevantes enregistrées fin 2018 et l'affaiblissement prévu de la demande d'importations de Chine, des autres pays émergents d'Asie et des économies européennes hors zone euro.

Les exportations hors zone euro devraient croître légèrement plus rapidement que la demande extérieure à court terme, puis au même rythme. Après avoir fléchi au premier trimestre 2018, les exportations hors zone euro se seraient redressées progressivement aux deuxième et troisième trimestres et auraient crû plus fortement que la demande extérieure au quatrième trimestre. Les gains de parts de marché qui en ont résulté au quatrième trimestre reflètent partiellement des facteurs propres à chaque pays. Avec la résorption de ces facteurs et la persistance d'une demande extérieure relativement faible en 2019, la croissance des exportations hors zone euro devrait demeurer modérée à court terme, tout en progressant un peu plus rapidement que la demande extérieure en 2019, entraînant de légers gains de parts de marché. La relative vigueur des exportations hors zone euro par rapport à la demande extérieure à court terme traduit l'amélioration de la compétitivité-prix dans les pays de la zone euro, accentuée par la poursuite de la normalisation des exportations de véhicules. À moyen terme, les exportations hors zone euro devraient s'accroître au même rythme que la demande extérieure (cf. l'encadré 2). Selon les estimations, les importations hors zone euro se sont ralenties pour atteindre un rythme inférieur à celui des exportations au quatrième trimestre 2018, ce qui implique une contribution positive des exportations nettes à la croissance du PIB en volume. À

terme, les importations hors zone euro devraient croître globalement au même rythme que la demande totale (la demande intérieure et les exportations). La croissance des importations devant dépasser légèrement celle des exportations, la contribution des exportations nettes à l'expansion économique deviendrait légèrement négative en 2019 et serait globalement neutre sur le reste de l'horizon de projection.

Les créations d'emplois devraient diminuer du fait de l'affaiblissement de l'activité et des pénuries de main-d'œuvre de plus en plus contraignantes dans certains pays. Les enquêtes prospectives suggèrent une faible croissance de l'emploi à court terme. La hausse de l'emploi devrait être freinée à court terme, principalement par le ralentissement prononcé de l'activité. Elle demeurerait atone à moyen terme, car l'offre de main-d'œuvre devrait continuer à limiter la croissance de l'emploi dans certains pays, alors que la demande de main-d'œuvre se modérerait en phase avec le ralentissement de l'activité.

La croissance de la population active devrait ralentir sur l'horizon de projection. La population active devrait continuer d'augmenter, ce qui s'explique par les projections d'immigration nette positive de travailleurs, par l'intégration attendue des réfugiés et par une hausse ininterrompue des taux d'activité. Ces facteurs devraient toutefois s'atténuer graduellement sur l'horizon de projection, tandis que l'incidence défavorable du vieillissement de la population sur l'accroissement de la population active 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 7,5 %. Le taux de chômage s'est établi à 7,9 % au quatrième trimestre 2018, soit son plus bas niveau depuis le troisième trimestre 2008. À terme, le nombre de chômeurs devrait diminuer d'environ 0,9 million pour s'établir à 12,9 millions d'ici la fin de l'horizon de projection, soit un niveau toujours légèrement supérieur à son point bas d'avant la crise. Tandis que le taux de chômage devrait baisser dans la plupart des pays de la zone euro sur l'horizon de projection, d'importantes différences subsisteraient entre les niveaux de chaque pays.

La productivité du travail se raffermirait au cours de l'horizon de projection. La productivité du travail par travailleur, très dynamique en 2017, a légèrement diminué en glissement trimestriel en 2018, reflétant l'affaiblissement inattendu de l'activité et le maintien de sureffectifs en réaction aux pénuries de main-d'œuvre. Une accélération modérée de la croissance de la productivité en glissement trimestriel est attendue plus tard en 2019 en lien avec une embellie de l'activité. Par ailleurs, la productivité du travail devrait s'accroître à un rythme proche de son taux moyen d'avant la crise, de 1,0 %⁴, soutenue par une hausse du nombre d'heures travaillées par salarié et par des gains de productivité globale des facteurs.

En comparaison avec les projections de décembre 2018, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020. La révision notable à la baisse de la croissance du PIB en volume pour 2019 découle d'une dégradation des données relatives au quatrième

⁴ La moyenne entre 1999 et 2007.

trimestre 2018 et d'une estimation moins favorable des perspectives à court terme, reflétant une incidence négative plus durable de facteurs spécifiques dans certains pays de la zone euro et des incertitudes politiques accrues au niveau mondial. La projection à moyen terme de la croissance du PIB en volume est globalement inchangée, compte tenu de l'hypothèse selon laquelle une dissipation progressive des obstacles rencontrés aux niveaux mondial et national permettra un rebond de l'expansion.

2 Prix et coûts

Le ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCH devrait se poursuivre jusqu'au quatrième trimestre 2019, avant un raffermissement sur le reste de l'horizon de projection, jusqu'à 1,6 % en 2021 (cf. le graphique 2). Ce repli de l'inflation globale en 2019 résulte principalement d'une baisse significative de la composante énergie de l'IPCH due au net recul récent des cours du pétrole et aux effets de base baissiers liés à leur augmentation antérieure en 2018. En 2020 et 2021, les prix des produits énergétiques figurant dans l'IPCH devraient croître à des taux modérés, en ligne avec la courbe relativement plate des contrats à terme sur le pétrole. La composante produits alimentaires de l'IPCH fluctuerait autour de taux proches de 1,9 % sur l'horizon de projection. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'inscrire régulièrement en hausse pour se situer à 1,6 % en 2021. L'accélération de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait être soutenue par la reprise économique plus progressive mais continue. En outre, les tensions sur les marchés du travail favoriseront la progression des salaires, entraînant une augmentation des tensions sur les coûts intérieurs. La hausse des cours des matières premières hors énergie et des prix mondiaux sous-jacents favorisera également l'augmentation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Graphique 2
IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Note : 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>

La progression des salaires devrait s'accélérer quelque peu sur l'horizon de projection, à mesure de la poursuite du resserrement des conditions sur les marchés du travail et de la dissipation des mesures qui ont freiné cette progression dans certains pays ces dernières années. La hausse de la rémunération par tête devrait s'accroître, passant de 2,2 % en 2018 à 2,6 % en 2021. Dans le même temps, la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait se

ralentir quelque peu sur l'horizon de projection du fait du renforcement de la productivité. 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 sur l'horizon de projection, accompagnée de tensions croissantes dans certaines régions de la zone euro. 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 de l'expansion économique. Plusieurs pays ont également 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. Les marges bénéficiaires ont été soumises à de fortes pressions ces derniers trimestres en raison d'une forte hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, traduisant l'affaiblissement de l'activité économique, qui a entraîné un fléchissement de la croissance de la productivité. En outre, la détérioration des termes de l'échange, liée aux augmentations passées des cours du pétrole, a pesé sur leur évolution. Ces deux facteurs devraient s'atténuer au cours des prochains trimestres, l'activité économique et la productivité s'affermissant, tandis que les termes de l'échange devraient s'améliorer grâce à la récente baisse des cours du pétrole.

Les tensions sur les prix d'origine externe devraient se relâcher en 2019 et augmenter modérément sur le reste de l'horizon de projection. Le taux de croissance annuel du déflateur des prix à l'importation devrait diminuer en 2019 par rapport à 2018, puis augmenter progressivement. Cette perspective est fortement déterminée par les variations des cours du pétrole, qui ont poussé les prix à l'importation à la hausse en 2018 et devraient ralentir leur évolution en 2019. Dans le même temps, les prix des matières premières hors pétrole et les tensions mondiales sous-jacentes sur les prix devraient se renforcer et contribuer à la hausse progressive des prix à l'importation.

Par rapport aux projections de décembre 2018, les perspectives de progression de l'IPCH sont révisées à la baisse pour l'ensemble de l'horizon de projection. La révision à la baisse de la progression de l'IPCH reflète principalement l'hypothèse d'une diminution significative des cours du pétrole (particulièrement en 2019 et 2020) et de la modération de la trajectoire de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La révision à la baisse de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires reflète quant à elle l'incidence d'une baisse des cours du pétrole *via* des effets indirects, d'une dégradation récente des données, de perspectives plus modérées de l'activité économique et d'une réévaluation limitée de l'ampleur de la répercussion des salaires sur les prix.

3 Perspectives budgétaires

L'orientation budgétaire de la zone euro est considérée comme ayant été globalement neutre en 2018 et devrait s'assouplir à partir de 2019. 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 dépenses publiques dans certains pays. L'assouplissement budgétaire devrait se poursuivre en 2020. Les principales contributions à cet assouplissement proviennent de nouvelles baisses de la fiscalité directe et des cotisations sociales, d'une croissance encore assez soutenue des dépenses et d'une hausse des transferts. Pour 2021, le scénario de référence inclut un assouplissement principalement lié à la croissance des dépenses dans certains pays.

Le solde budgétaire de la zone euro devrait se dégrader en 2019 et demeurer globalement inchangé sur le reste de l'horizon de projection, 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. 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.

Les perspectives de déficit de la zone euro se sont sensiblement détériorées par rapport aux projections de décembre 2018, en particulier pour 2020 et 2021. L'augmentation du déficit budgétaire est due à un solde primaire en recul et à un affaiblissement de la composante conjoncturelle, traduisant la faiblesse des perspectives macroéconomiques. Le ratio de dette/PIB devrait augmenter, principalement sous l'effet d'une hausse du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance en 2019, du fait de la révision à la baisse de la croissance du PIB, et de soldes primaires plus faibles.

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 un profil relativement plat, le prix du baril de pétrole brut Brent ressortant à environ 60,6 dollars en 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 12 février 2019, par les densités calculées à partir des options sur le pétrole. Elle laisse entrevoir une baisse progressive du cours du pétrole, jusqu'à 46,0 dollars le baril en 2021, soit 24,1 % 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 faible effet accélérateur sur la croissance du PIB en volume (environ 0,1 point de pourcentage en 2020 et 2021), tandis que la progression de l'IPCH serait inférieure de 0,2 point de pourcentage en 2019, de 0,5 point de pourcentage en 2020 et de 0,3 point de pourcentage en 2021. La deuxième trajectoire est fondée sur le 25^e centile de la même distribution et fait apparaître une appréciation du prix du pétrole jusqu'à 77,8 dollars le baril en 2021, soit 28,3 % 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 0,4 point de pourcentage en 2019, de 0,5 point de pourcentage en 2020 et de 0,2 point de pourcentage en 2021, tandis que la croissance du PIB en volume ralentirait légèrement (en baisse de 0,1 point de pourcentage chaque année sur l'horizon de projection).

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 12 février 2019, 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 1,31 en 2021, soit 15 % 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 0,1 point de pourcentage en 2019, de 0,6 point de pourcentage en 2020 et de 0,3 point de pourcentage en 2021. La progression de l'IPCH serait quant à elle inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2019, de 0,6 point en 2020 et de 0,4 point en 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 la BCE/de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles

s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. le tableau ci-dessous).

Comme il ressort du tableau, la plupart des 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 la BCE (entre crochets dans le tableau).

Comparaison des prévisions récentes 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	Mars 2019	1,9	1,1	1,6	1,5	1,7	1,2	1,5	1,6
			[0,7 - 1,5]	[0,7 - 2,5]	[0,5 - 2,5]		[0,9 - 1,5]	[0,8 - 2,2]	[0,8 - 2,4]
OCDE	Mars 2019	1,8	1,0	1,2	-	-	-	-	-
Baromètre de la zone euro	Janvier / Février 2019	1,8	1,3	1,4	1,4	1,7	1,4	1,5	1,7
Consensus économique	Janvier / Février 2019	1,8	1,3	1,4	1,2	1,7	1,4	1,5	1,7
Commission européenne	Février 2019	1,9	1,3	1,6	-	1,7	1,4	1,5	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Janvier 2019	-	1,5	1,5	1,4	-	1,5	1,6	1,7
FMI	Janvier 2019	1,8	1,6	1,7	-	-	-	-	-

Sources : Perspectives économiques provisoires de l'OCDE, mars 2019 ; MJEconomics pour le baromètre de la zone euro, enquête de février 2019 pour 2018, 2019, 2020 et enquête de janvier 2019 pour 2021 ; Prévisions du consensus économique, enquête de février 2019 pour 2018, 2019, 2020 et enquête de février 2019 sur les tendances en matière de productivité et de salaires pour 2021 (PIB) et enquête de janvier 2019 pour 2021 (IPCH) ; Prévisions économiques intermédiaires de la Commission européenne, hiver 2019 ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), 2019T1 ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mise à jour de janvier 2019.

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, 2019**

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.

Veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (uniquement disponible en anglais) pour toute question terminologique.

HTML ISSN 2529-4482, QB-CE-19-001-FR-Q