



Projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE¹

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

La reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, mais de façon moins vigoureuse que prévu précédemment. Ce rythme moins soutenu reflète l'affaiblissement de la croissance mondiale ainsi que le renforcement du taux de change effectif de l'euro. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 1,4 % en 2016, 1,7 % en 2017 et 1,8 % en 2018. Faisant suite à la nouvelle chute des cours du pétrole, la projection relative à la progression de l'IPCH a été révisée à la baisse, à 0,1 % pour 2016, avec une correction plus modérée pour 2017, à 1,3 %. Cette accélération devrait persister en 2018 pour s'établir à 1,6 %.

Les perspectives relatives à la croissance du PIB en volume à court terme se sont dégradées sous l'effet de l'intensification récente de facteurs défavorables.

Ces facteurs sont rattachés aux évolutions négatives de l'activité mondiale, particulièrement dans les économies de marché émergentes, au renforcement du taux de change effectif de l'euro et à une incertitude accrue, comme en témoigne la volatilité exacerbée des marchés financiers. Compte tenu également de la dégradation de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise en janvier et février, les perspectives à court terme relatives à la croissance du PIB en volume se sont détériorées depuis les projections de décembre.

Cela étant, un certain nombre d'éléments favorables devraient soutenir la poursuite de la reprise économique. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, renforcée encore par l'annonce de nouvelles mesures de politique monétaire en décembre 2015, continue de se transmettre à l'économie. La consommation privée devrait être favorisée, en 2016, par la chute des cours du pétrole survenue récemment ainsi que par l'amélioration continue de la situation sur

¹ Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE 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 le site Internet de la BCE. La date d'arrêt pour les hypothèses techniques telles que les cours du pétrole et les taux de change est le 15 février 2016 (cf. l'encadré 2). Celle des autres informations présentées dans cet exercice est le 25 février 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'Eurosystem* du Bulletin mensuel de la BCE de mai 2013.

les marchés du travail. La reprise mondiale devrait aussi contribuer à un redressement progressif de l'investissement en partie causé par des effets d'accélérateur. La demande intérieure bénéficiera également d'un certain assouplissement budgétaire, notamment en raison de l'afflux de réfugiés.

Sur l'horizon de projection, le profil d'évolution de l'inflation globale devrait être fortement aligné sur celui de la composante énergie de l'IPCH. Du fait de la nouvelle forte diminution des cours du pétrole ces derniers mois, la composante énergie de l'IPCH devrait afficher des taux négatifs en 2016, redevenant positifs en 2017 au vu d'importants effets de base haussiers et de la remontée prévue des prix du pétrole incluse dans la courbe des contrats à terme sur le pétrole. Parallèlement, la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait graduellement s'accroître dans les prochaines années, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et l'atténuation de l'atonie économique se traduisant par une augmentation des salaires et des marges bénéficiaires. Par ailleurs, les effets décalés de la dernière dépréciation majeure de l'euro et les conséquences indirectes des hausses prévues des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie, ainsi que les effets baissiers atténués des baisses précédentes de ces prix, devraient conforter l'accélération de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie.

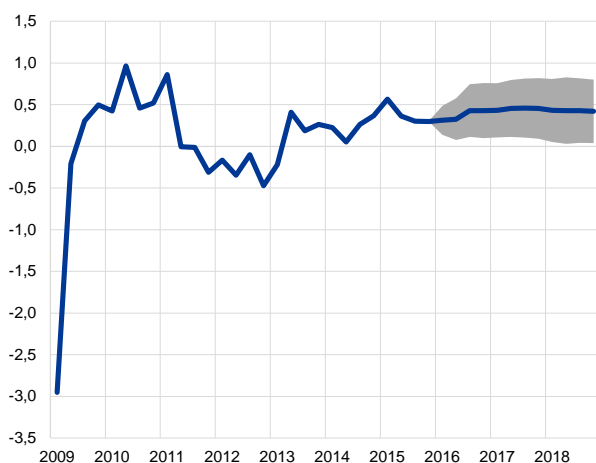
Graphique 1

Projections macroéconomiques¹⁾

(données trimestrielles)

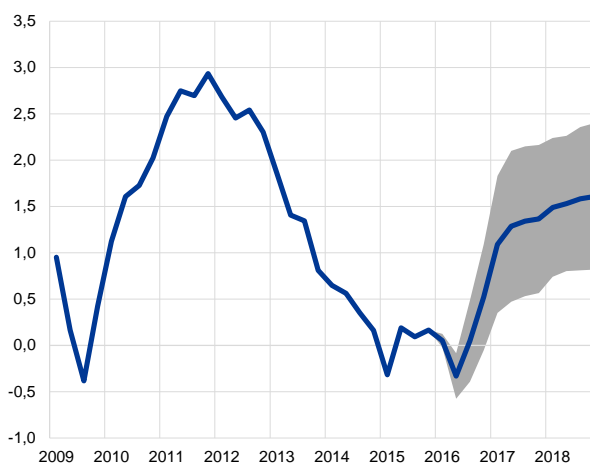
PIB en volume de la zone euro²⁾

(variations trimestrielles en pourcentage)



IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



1) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

La reprise de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre, mais de façon légèrement moins vigoureuse qu'anticipé précédemment. Au dernier trimestre 2015, le PIB en volume a continué de progresser à un rythme modéré, augmentant de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. Les récents indicateurs de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise ont fléchi mais font encore apparaître une poursuite de la croissance modérée de l'activité au premier semestre 2016.

Les dépenses de consommation privée devraient considérablement bénéficier de la faiblesse des cours du pétrole en 2016. En moyenne, les prix de l'or noir devraient atteindre 34,9 dollars le baril en 2016, soit un niveau 33 % inférieur à l'hypothèse retenue dans la projection de décembre (cf. l'encadré 1). Le revenu disponible nominal devrait s'accroître sur l'horizon de projection, favorisé par une hausse constante de l'emploi, par une croissance plus soutenue de la rémunération nominale par personne occupée mais aussi par les effets positifs des autres revenus des ménages. L'accroissement du revenu réel disponible devrait marquer le pas en 2017 étant donné l'accélération escomptée de la hausse des prix de l'énergie. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la consommation privée devrait être confortée par la faiblesse des coûts de financement et la hausse modérée du patrimoine net des ménages, elles-mêmes renforcées par les récentes mesures de politique monétaire de la BCE. Globalement, la croissance annuelle de la consommation privée passerait de 1,6 % en 2015 à 1,9 % en 2016, avant de revenir à 1,8 % et 1,6 % en 2017 et 2018 respectivement.

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, les principales modifications des hypothèses techniques portent sur une baisse significative des cours du pétrole exprimés en dollars, sur une appréciation du taux de change effectif de l'euro de 5 % et sur un recul des taux à court et à long terme de marché.

Hypothèses techniques

	Mars 2016				Décembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Euribor 3 mois (en pourcentage annuel)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Rendements des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Cours du pétrole (en dollars par baril)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variation annuelle en pourcentage)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Cours de change EUR/USD	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-38) (variation annuelle en pourcentage)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	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 15 février 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. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à - 0,3 % en 2016 et 2017 et à - 0,2 % en 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 1,2 % en 2016, 1,4 % en 2017 et 1,7 % 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 pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt du 15 février, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait baisser, revenant de 52,5 dollars en 2015 à 34,9 dollars en 2016, avant de progresser pour atteindre 41,2 dollars en 2017 et 44,9 dollars en 2018, soit une révision à la baisse, par rapport aux projections de décembre, de 17 dollars pour 2016 et de 16 dollars pour 2017. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux enregistrer un repli sensible en 2016, suivi d'une légère 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 15 février. Cette hypothèse implique un taux de change moyen de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,11 en 2016 et de 1,12 en 2017 et 2018, contre 1,09 dollar selon les projections de décembre. Le taux de change

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.

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

effectif nominal de l'euro (par rapport à 38 partenaires commerciaux) devrait s'apprécier de 5 % sur l'horizon de projection.

Le profil du taux d'épargne des ménages devrait essentiellement aller de pair avec le lissage de la consommation, compte tenu des évolutions des cours du pétrole. Le taux d'épargne devrait augmenter en 2016, traduisant les répercussions, étalées dans le temps, des hausses du revenu réel liées aux cours du pétrole sur les dépenses de consommation. Cet effet devrait s'estomper partiellement en 2017, le taux d'épargne stagnant dès lors jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Le profil globalement plat du taux d'épargne reflète les évolutions opposées que traversent les pays de la zone euro. Dans certains d'entre eux, le chômage toujours élevé, les hauts niveaux d'endettement brut et l'incidence des taux d'intérêt très faibles sur l'épargne-retraite devraient maintenir certaines tensions à la hausse sur l'épargne. Dans d'autres, les tensions à la baisse sur l'épargne devraient dominer. Premièrement, le repli graduel du chômage entraînerait une baisse de l'épargne de précaution et permettrait aux ménages d'engager des dépenses importantes qu'ils avaient peut-être reportées jusque-là. Deuxièmement, les revenus d'intérêts très bas tendent à décourager l'épargne par le biais d'un effet de substitution intertemporel.

L'investissement résidentiel dans la zone euro devrait s'accélérer, à partir d'un niveau très faible toutefois. La reprise de l'investissement résidentiel devrait être favorisée par une croissance soutenue du revenu réel disponible et par les taux hypothécaires très bas. De surcroît, les processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de plusieurs pays semblent être arrivés à leur terme et les perspectives concernant les prix des logements se sont améliorées. Quoiqu'il en soit, dans de nombreux pays, les hauts niveaux d'endettement des ménages sont susceptibles d'empêcher une forte croissance de l'investissement résidentiel. Dans l'ensemble, l'investissement en logements, compte tenu de la modeste reprise attendue le concernant, enregistrera en 2018 des résultats probablement encore inférieurs d'environ 20 % au pic de 2007.

L'investissement des entreprises devrait afficher un redressement modéré. À court terme, les perspectives relatives à l'investissement des entreprises devraient subir le contrecoup de la volatilité récente des marchés financiers et de l'affaiblissement de la croissance économique dans les marchés émergents. Il n'en reste pas moins qu'un certain nombre de facteurs devraient, à terme, soutenir l'investissement. L'orientation très accommodante de la politique monétaire, les effets d'accélérateur ayant pour toile de fond le renforcement attendu de la demande, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone, les mesures budgétaires expansionnistes prises dans certains pays et l'amélioration des marges bénéficiaires dans un contexte caractérisé par un secteur des sociétés non financières déjà doté de liquidités abondantes sont autant de facteurs qui devraient favoriser les dépenses d'investissement. Qui plus est, la pression globale résultant du désendettement des entreprises dans la zone euro devrait, sur l'horizon de projection, moins peser que

par le passé sur l'investissement des entreprises. De fait, les ratios de dette rapportée aux fonds propres ont fortement reculé par rapport aux pics atteints pendant la crise financière et demeurent nettement inférieurs à leurs niveaux moyens historiques. Toutefois, la reprise de l'investissement des entreprises sera encore freinée par les goulets d'étranglement financiers subsistants et les niveaux élevés d'endettement dans certains pays ainsi que par les anticipations d'une croissance potentielle plus faible.

Les exportations hors zone euro devraient bénéficier d'un redémarrage attendu de la demande étrangère adressée à la zone euro (cf. l'encadré 2) et des effets décalés de la dépréciation antérieure de l'euro. Après avoir récemment fléchi, la croissance des exportations hors zone euro devrait progressivement se rétablir en 2016, avant d'accélérer de façon un peu plus marquée que la demande étrangère. Les parts de marché à l'exportation devraient légèrement s'accroître sur l'horizon de projection en raison des effets décalés des gains de compétitivité antérieurs. Quant à la croissance des importations hors zone euro, elle devrait être tirée par la demande intérieure et demeurer un peu plus forte que la croissance des exportations hors zone euro. En conséquence, l'excédent du compte courant devrait diminuer pour passer de 3,0 % du PIB en 2015 et 2016 à 2,5 % en 2018.

Globalement, le PIB en volume devrait croître de 1,4 % en 2016, 1,7 % en 2017 et 1,8 % en 2018.

Encadré 2

L'environnement international

Les économies avancées et les économies de marché émergentes ont affiché des évolutions plus faibles que prévu fin 2015, confirmant que la dynamique de la croissance mondiale continue d'être fragile. À la suite du ralentissement observé au tournant de l'année, l'activité économique mondiale devrait croître progressivement, à un rythme modéré résultant de perspectives de croissance encore robustes dans les économies les plus avancées et de la dissipation graduelle attendue des profondes récessions traversées par certaines 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 développées. En outre, les niveaux élevés de la confiance des consommateurs dans certaines des principales économies avancées pourraient induire des perspectives de croissance favorables. En revanche, les perspectives des économies de marché émergentes sur le moyen terme demeurent plus incertaines. Parallèlement au ralentissement de la croissance tendancielle de l'économie chinoise et à ses retombées négatives sur d'autres économies de marché émergentes, en Asie en particulier, les exportateurs de matières premières devront poursuivre leurs ajustements macroéconomiques afin de s'adapter à la baisse des prix de ces dernières. De plus, ces économies feront face à un environnement caractérisé par un durcissement des conditions de financement extérieures, dû à la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, à la plus grande incertitude politique et aux tensions géopolitiques accrues.

Le commerce mondial a récemment enregistré des résultats décevants et ne devrait progresser que lentement sur l'horizon de projection. Par rapport au PIB mondial, l'évolution des importations mondiales et de la demande étrangère adressée à la zone euro devrait être relativement atone sur l'horizon de projection. La croissance de cette demande devrait s'amplifier, passant de 0,4 % en 2015 à 2,2 % en 2016, 3,8 % en 2017 et 4,1 % en 2018. Par comparaison, entre 1999 et 2007, les taux de croissance annuels étaient de l'ordre de 7,7 % en moyenne.

L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

Comparée aux projections publiées en décembre, l'activité mondiale a été révisée à la baisse, en particulier pour 2016. La demande étrangère adressée à la zone euro a également été considérablement révisée à la baisse pour 2016.

Le taux de croissance effectif du PIB devant être largement supérieur à celui de la production potentielle, l'écart de production devrait se resserrer de façon constante sur l'horizon de projection. Selon les estimations, la croissance potentielle augmenterait quelque peu sur l'horizon de projection, pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 1 %, nettement en deçà de son taux d'avant la crise.

La situation devrait continuer à s'améliorer sur les marchés du travail de la zone euro. La hausse de l'emploi devrait se poursuivre sur l'horizon de projection, quoique à un rythme ralenti par rapport aux anticipations précédentes, principalement en raison de la plus grande atonie de la reprise économique. La modération salariale et les réformes antérieures du marché du travail devraient favoriser la croissance de l'emploi sur l'horizon de projection. La population active augmenterait vigoureusement sur l'horizon de projection, sous l'effet de l'afflux continu de réfugiés et de la dissipation des effets dissuasifs. Tombé à 10,3 % en janvier 2016, le taux de chômage devrait enregistrer un nouveau recul.

Les perspectives de croissance du PIB en volume ont été revues à la baisse par rapport aux projections de décembre. Cette révision traduit l'incidence négative conjuguée de la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro et de la hausse du taux de change de l'euro sur la croissance des exportations, ainsi que l'effet de la volatilité accrue des marchés financiers et de l'affaiblissement des indicateurs de confiance sur les perspectives de court terme. Ces répercussions négatives cumulées neutralisent largement l'effet favorable, sur la demande intérieure, de la baisse des cours du pétrole et des mesures de politique monétaire prises récemment.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat (publiée après la date d'arrêté des dernières informations retenues pour le présent exercice), la progression de l'IPCH s'est établie à - 0,2 % en février 2016, soit 0,3 point de pourcentage de moins qu'en novembre 2015, reflétant ainsi des baisses pour toutes les composantes principales. Une contribution sensiblement négative de 0,8 point de pourcentage de la composante énergie de l'IPCH, liée à la récente chute des prix du pétrole, devrait continuer à modérer sensiblement l'inflation globale en 2016, qui devrait atteindre, en moyenne, 0,1 % sur l'année. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait faiblement s'accélérer en 2016 pour s'établir à 1,1 %, contre 0,8 % en 2015, tout en demeurant relativement atone en raison des effets indirects de la baisse des cours du pétrole, de l'appréciation récente de l'euro en termes effectifs et de la sous-utilisation persistante des capacités productives dans l'économie.

Les effets de base émanant des prix des matières premières expliquent, dans une large mesure, la forte accélération attendue de l'IPCH, à 1,3 % en 2017.

Tant les effets de base haussiers qui apparaîtront après la disparition des baisses des prix de l'énergie et du pétrole de la comparaison en glissement annuel que les nouvelles hausses escomptées des prix des matières premières devraient intensifier les tensions inflationnistes d'origine externe en 2017.

La croissance des salaires a été modérée jusqu'à présent mais devrait graduellement se renforcer sur l'horizon de projection. Tandis que le chômage élevé et la faible progression de la productivité ont limité jusqu'ici la hausse des salaires, sur l'horizon de projection, la croissance continue de l'emploi devrait réduire la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail. De plus, le rebond prévu de l'inflation devrait favoriser l'évolution des salaires, essentiellement vers la fin de l'horizon de projection. Le rythme de cette évolution devrait toutefois rester contenu, traduisant aussi l'atonie persistante de la croissance de la productivité.

Le redressement économique en cours et la faiblesse des prix du pétrole devraient avoir un effet favorable sur les marges bénéficiaires. Les nouvelles améliorations de la demande intérieure et les réductions des capacités inutilisées dans l'économie prévues pour les années à venir devraient renforcer la capacité des entreprises à imposer leurs prix, au profit de leurs marges bénéficiaires. Par ailleurs, les gains exceptionnels dus aux bas niveaux des cours du pétrole en 2016 devraient continuer à tirer ces marges vers le haut.

Reflétant le renforcement des tensions intérieures sur les prix, la hausse de l'IPCH devrait s'accroître pour s'établir à 1,6 % en 2018.

Par rapport aux projections de décembre, les perspectives concernant la progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, surtout s'agissant de 2016. De plus faibles tensions sur les prix d'origine externe, liées notamment à des cours du pétrole nettement inférieurs aux anticipations et à un taux de change effectif de l'euro légèrement plus fort que prévu, expliquent pour une bonne part la révision à la

baisse de l'inflation. Plus modérée que précédemment escomptée, la hausse des salaires contribue également à cette correction.

4 Perspectives budgétaires

L'orientation de la politique budgétaire devrait être expansionniste jusqu'en 2017 et devenir plus neutre à partir de 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. Pour la période allant jusqu'à 2017, l'orientation expansionniste de la politique budgétaire résulte essentiellement des réductions de la fiscalité directe dans certains pays ainsi que des dépenses liées aux réfugiés.

Sur l'horizon de projection, le déficit des administrations publiques devrait se stabiliser à environ 2 % du PIB tandis que le ratio dette publique/PIB enregistrerait un léger repli. La contribution positive de la composante conjoncturelle et de la réduction des paiements d'intérêts au solde budgétaire devrait être neutralisée, particulièrement en 2016, par l'assouplissement de l'orientation de la politique budgétaire. Sur la période qui précède 2018, la réduction progressive de la dette publique devrait être principalement 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 devraient également s'avérer bénéfiques pour la trajectoire de la dette prévue.

Par rapport aux projections publiées en décembre, les perspectives budgétaires se sont quelque peu dégradées. Le solde budgétaire des administrations publiques a été légèrement révisé à la baisse pour 2015 en raison de l'incidence du ralentissement du PIB nominal. Cette correction perdurera sur la période 2016-2017. Le ratio dette/PIB devrait augmenter sur l'horizon de projection, traduisant un faible abaissement de l'excédent primaire et, particulièrement en 2015 et 2016, un écart entre taux de croissance et taux d'intérêt moins favorable, tenant à la révision à la baisse des anticipations d'inflation et de croissance du PIB nominal.

Tableau 1**Projections macroéconomiques pour la zone euro¹⁾**

(variations annuelles en pourcentage)

	Mars 2016				Décembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB en volume ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾
Consommation privée	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Consommation publique	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
FBCF	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Exportations ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Importations ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Emploi	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage (% de la population active)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
IPCH	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾	[0,1 - 0,1] ²⁾	[0,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾
IPCH hors énergie	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Rémunération par tête	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Productivité du travail	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Solde du compte courant (% du PIB)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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 et de scénarios

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. De plus, cet encadré inclut un scénario portant sur les retombées possibles d'un ralentissement synchronisé plus marqué des économies de marché émergentes sur la croissance et l'inflation dans la zone euro.

1) Une évolution différente des cours du pétrole

Des modèles alternatifs d'évolution des cours du pétrole montrent, sur l'horizon de projection, des 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 une croissance de 40 % entre le premier trimestre 2016 et le dernier trimestre 2018. La combinaison d'autres modèles utilisés par les services de la BCE⁴ pour projeter les cours du pétrole sur l'horizon laisse actuellement entrevoir un prix du pétrole plus élevé sur l'horizon de projection qu'anticipé dans les hypothèses techniques. Ce développement serait conforme soit à une reprise plus forte de la demande mondiale de pétrole à moyen terme, soit à un affaiblissement de l'offre de pétrole, sous l'effet d'une diminution des investissements dans ce secteur et donc d'une réduction des capacités d'exploitation du pétrole dans certains pays, en réaction à la récente baisse des cours. La concrétisation de cette trajectoire différente, à travers laquelle les cours du pétrole se situeraient à un niveau supérieur de 11,6 % à celui retenu dans le scénario de référence d'ici 2018, freinerait partiellement la croissance du PIB en volume, tout en entraînant une légère accélération de la hausse de l'IPCH (d'environ 0,1 à 0,2 point de pourcentage en 2016, 2017 et 2018).

2) Schémas différents d'évolution du taux de change

Cette analyse de sensibilité inclut deux trajectoires d'évolution du taux de change de l'euro se démarquant du scénario de référence. La première est basée sur le 25^e percentile de la distribution fournie, le 15 février 2016, par les densités neutres au risque calculées à partir des options sur taux de change USD/EUR. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,00 USD/EUR en 2018, soit 10,8 % en deçà de l'hypothèse de référence pour cette année-là. La deuxième trajectoire est fondée sur le 75^e percentile de la même distribution et fait apparaître une appréciation graduelle de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,24 USD/EUR en 2018, soit 11,2 % au-dessus 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

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

les variations du taux EUR/USD reflètent des fluctuations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52 %. En cas de dépréciation, cette hypothèse entraîne une divergence graduelle à la baisse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 5,8 % en deçà du scénario de référence en 2018. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de la BCE va dans le sens d'une accélération de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et d'une progression de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,4 point de pourcentage, en 2016, 2017 et 2018. En cas d'appréciation, cette hypothèse entraîne une divergence graduelle à la hausse du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 5,5 % au-dessus du scénario de référence en 2018. Dans ce scénario, la moyenne des résultats de différents modèles macroéconomiques établis par les services de la BCE va dans le sens d'un ralentissement de la croissance du PIB en volume, compris entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et d'une diminution de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,4 point de pourcentage, en 2016, 2017 et 2018.

3) Un scénario de ralentissement synchronisé des économies de marché émergentes

Les perspectives de croissance se sont détériorées dans les économies de marché émergentes ces derniers mois, parallèlement à une intensification des risques à la baisse ressortant des projections relatives à la croissance mondiale. Cela étant, le scénario de référence de la présente projection suppose une reprise modérée et progressive de l'activité dans les économies de marché émergentes sur l'horizon de projection. Sur cette base, un scénario a été élaboré afin d'analyser l'incidence d'un ralentissement synchronisé plus net des marchés émergents sur la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH de la zone euro.

Ce scénario pose l'hypothèse selon laquelle le ralentissement est provoqué par un « atterrissage brutal » en Chine, tandis que les risques pesant sur la stabilité financière de pays se concrétisent et que les sorties de capitaux entament la confiance des consommateurs et chefs d'entreprise chinois. Le scénario d'un « atterrissage brutal » en Chine impliquerait une plus forte correction des déséquilibres intérieurs chinois, accompagnée d'un fléchissement de l'investissement qui conduirait à une hausse du chômage. En outre, dans ce scénario, la croissance de la consommation privée chinoise marquerait nettement le pas. La dégradation des conditions financières et des perspectives en Chine est modélisée pour s'étendre à d'autres économies de marché émergentes, qui seraient affectées à travers le canal direct des échanges et *via* une hausse escomptée de l'incertitude au niveau mondial. Dans ce scénario, l'incertitude mondiale est estimée à partir d'un accroissement temporaire de 10 points de pourcentage du VIX⁵ s'estompant sur l'horizon de projection. Le recul du cours des actions attendu en Chine devrait se propager au niveau mondial. Le ralentissement plus marqué des économies de marché émergentes est modélisé pour impliquer une évolution plus faible des prix des matières premières sur l'horizon de projection. Il est par ailleurs supposé que les autorités chinoises atténuent l'« atterrissage brutal » en autorisant la dépréciation du renminbi. Par effets de contagion, une telle décision provoquerait une dépréciation des devises d'autres économies de marché émergentes. C'est la raison pour laquelle, dans ce scénario, le dollar, le yen et l'euro s'apprécient

⁵ Le VIX est une mesure de la volatilité implicite des prix des options de l'indice boursier S&P 500, calculée par le *Chicago Board Options Exchange*.

en termes effectifs nominaux. L'appréciation de ces trois devises a, quant à elle, une incidence défavorable sur les secteurs exportateurs aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, entraînant dans ces régions de nouvelles tensions inflationnistes baissières résultant de la baisse des prix à l'importation.

Principales hypothèses du scénario

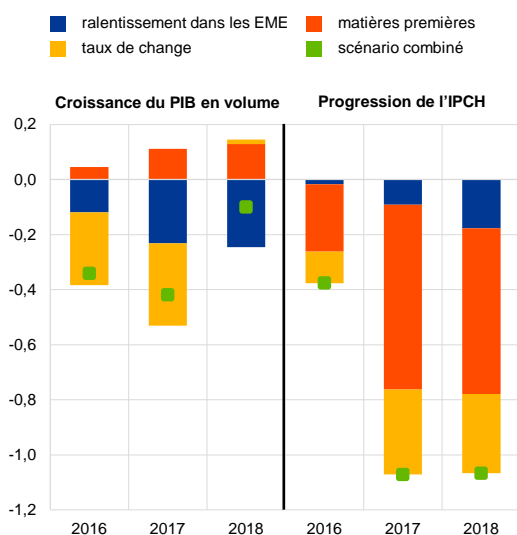
	2016	2017	2018
Demande intérieure chinoise	-2,3	-4,7	-3,0
Marchés boursiers mondiaux	-20,0	-20,0	-20,0
Dépréciation de la monnaie chinoise et des devises des EME vis-à-vis de celles des économies développées	-5,0	-10,0	-10,0
Taux de change effectif nominal de l'euro	1,1	2,8	2,8
Cours du pétrole (en dollars par baril)	-8,8	-26,0	-37,8

Source : services de la BCE.

Notes : hypothèses calculées comme l'écart de variation, en pourcentage, par rapport aux niveaux de référence, à l'exception de l'hypothèse relative à la demande intérieure chinoise, calculée comme l'écart de variation, en points de pourcentage, par rapport aux taux de croissance de référence. L'indice boursier chinois fléchit de 40 % par rapport à son niveau de référence. EME : économies de marché émergentes.

Contributions à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH dans la zone euro

(écart en points de pourcentage par rapport à la croissance de référence)



Source : services de la BCE.

Notes : les scénarios sont élaborés avec divers modèles. La politique monétaire est supposée être exogène. EME : économies de marché émergentes.

Dans ce scénario, tant la croissance du PIB en volume que la progression de l'IPCH dans la zone euro seraient inférieures aux niveaux du scénario de référence.

Les données issues de divers modèles macroéconomiques élaborés par les experts de la BCE laissent entrevoir que le ralentissement de l'activité sur les marchés émergents se traduirait par une diminution de la demande étrangère adressée à la zone euro, et donc par une modération de la croissance du PIB en volume et de la progression de l'IPCH dans la zone euro en 2017 et 2018.

L'affaiblissement des cours des matières premières (pétrolières et non pétrolières) postérieur au ralentissement des marchés émergents stimulerait l'activité dans la zone euro, suite à une augmentation du revenu réel des ménages et des bénéfices des entreprises. Simultanément, la faiblesse des prix des matières premières exercerait de fortes pressions à la baisse sur la progression de l'IPCH dans la zone euro. Enfin, l'appréciation

de l'euro vis-à-vis du renminbi et d'autres devises des marchés émergents exercerait une tension baissière supplémentaire sur l'activité et les prix dans la zone euro. En résumé, un ralentissement déclenché par la Chine et synchronisé entre les économies de marché émergentes ferait peser

d'importants risques à la baisse sur les projections de référence en ce qui concerne la croissance du PIB en volume et la progression de l'IPCH dans la zone euro.

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 la BCE, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates différentes. 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 signalé dans le tableau, la plupart des prévisions actuellement disponibles des autres institutions affichent des niveaux de croissance du PIB en volume et d'inflation plus élevés pour 2016, sans différer sensiblement des prévisions ponctuelles de mars établies par les services de la BCE pour 2017 et 2018 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 la BCE	Mars 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Commission européenne	Février 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OCDE	Fév. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Baromètre de la zone euro	Février 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus économique	Février 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Janvier 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
FMI	Janv. 2016/oct. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (hiver 2016) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2016 (PIB) et Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015 (hausse de l'IPCH) ; mise à jour des Perspectives économiques de l'OCDE, février 2016 (PIB) et Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2015 (hausse de l'IPCH) ; 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.