



## BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

### **Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème**

*Sur la base des informations disponibles au 17 mai 2004, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. La croissance moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 1,4 % et 2,0 % en 2004 et entre 1,7 % et 2,7 % en 2005. La progression moyenne de l'indice global des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 1,9 % et 2,3 % en 2004 et se situerait entre 1,1 % et 2,3 % en 2005.*

Les projections de l'Eurosystème sont fondées sur une série d'hypothèses concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours du pétrole, le commerce mondial hors zone euro et les politiques budgétaires. En particulier, elles reposent sur l'hypothèse technique selon laquelle les taux d'intérêt de marché à court terme et les taux de change bilatéraux resteront inchangés sur l'horizon de projection. Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt à long terme et aux prix du pétrole et des matières premières hors énergie sont basées sur les anticipations des marchés<sup>2</sup>. Celles touchant aux politiques budgétaires reposent, quant à elles, sur les programmes budgétaires nationaux. Ceux-ci n'englobent que les mesures qui ont déjà été approuvées par le parlement ou qui ont été présentées en détail et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

Pour exprimer l'incertitude entourant les projections, les résultats sont présentés pour chaque variable sous la forme d'intervalles. Ces derniers sont calculés à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies par les banques centrales de la zone euro 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.

### **L'environnement international**

La reprise de l'activité économique mondiale s'est généralisée et renforcée depuis l'automne 2003, soutenue en partie par des politiques économiques expansionnistes et des conditions de financement favorables, mais aussi

---

<sup>1</sup> *Les projections de l'Eurosystème sont élaborées conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Elles apportent, deux fois par an, une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations plus détaillées 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.*

<sup>2</sup> *Selon les hypothèses retenues, les taux d'intérêt à court terme, tels que mesurés par le taux Euribor à trois mois, demeureraient inchangés, à un niveau légèrement supérieur à 2,0 %, sur l'horizon de projection. L'hypothèse technique de taux de change constants implique une stabilité du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, à 1,19, au cours de la période de projection, ce qui signifie que le taux de change effectif de l'euro serait supérieur de 0,9 % à son niveau moyen de 2003. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur une légère hausse, de 4,3 % en moyenne en 2004 à 4,4 % en 2005. Sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, les cours du pétrole en moyenne annuelle devraient revenir à 31,8 dollars le baril en 2005, alors qu'ils ont atteint 34,6 dollars le baril en 2004. Exprimés en dollars, les prix des matières premières hors énergie augmenteraient de 18 % en 2004 et demeureraient pratiquement stables en 2005.*

par l'amélioration de la situation financière des entreprises. Dans l'hypothèse d'un repli progressif des cours du pétrole et de primes de risque modérées sur les marchés de capitaux – conformément aux hypothèses techniques citées plus haut – la reprise devrait demeurer vigoureuse sur l'horizon de projection.

Les États-Unis et les pays asiatiques hors Japon devraient continuer à apporter les contributions les plus importantes à la croissance de l'économie mondiale. Aux États-Unis, la croissance serait favorisée par un raffermissement de l'investissement, tout en étant soutenue par la vigueur de la consommation privée à la faveur d'une poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. La croissance du PIB dans les pays asiatiques hors Japon demeurerait soutenue, traduisant la dynamique de croissance interne. Le scénario concernant les autres régions du monde est plus contrasté même si, dans la plupart d'entre elles, la forte demande émanant des États-Unis et des pays asiatiques hors Japon devrait stimuler l'activité. Au Japon, le mouvement de reprise devrait se confirmer, la demande intérieure étant confortée par les réformes structurelles en cours et l'atténuation des pressions déflationnistes. La croissance du PIB en volume au Royaume-Uni resterait dynamique sur la période de projection. En outre, les pays ayant adhéré à l'UE le 1<sup>er</sup> mai 2004 et les économies en transition devraient conserver des taux de croissance relativement élevés. Globalement, selon les projections, la *croissance du PIB mondial en volume hors zone euro* s'accélérait pour atteindre environ 5,0 % en 2004 comme en 2005, contre 4,5 % en 2003.

La progression des échanges internationaux devrait être en phase avec celle du PIB mondial en volume. Après avoir atteint un peu moins de 6 % en 2003, la croissance des *marchés à l'exportation de la zone euro* se raffermirait pour se situer à quelque 8 % en 2004 et 2005.

### **Projections relatives à la croissance du PIB en volume**

Après s'être accélérée au cours du premier trimestre 2004, la progression en glissement trimestriel du PIB en volume de la zone euro devrait être relativement soutenue sur l'horizon de projection, le profil de croissance trimestrielle faisant éventuellement preuve d'une certaine instabilité en 2004. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume se renforcerait pour s'établir entre 1,4 % et 2,0 % en 2004 et s'inscrirait entre 1,7 % et 2,7% en 2005. Le raffermissement attendu de la demande étrangère devrait entraîner une accélération de la croissance des exportations de la zone euro en dépit d'une certaine contraction des parts de marché imputable à l'appréciation antérieure de l'euro. En outre, la reprise devrait reposer sur des bases plus larges au cours de la période de projection, l'investissement et la consommation privée enregistrant une progression plus forte. La constitution des stocks et les exportations nettes ne devraient pas apporter une importante contribution positive à la croissance du PIB en volume.

Conformément au profil d'évolution conjoncturelle habituel, l'*emploi total* devrait rebondir faiblement en 2004, avant de gagner en vigueur en 2005. L'offre de main-d'œuvre augmenterait, l'amélioration des perspectives d'emploi se traduisant par une hausse des taux d'activité. D'après ces projections relatives à l'offre et à la demande de travail, le taux de chômage amorcerait une décrue vers la fin de l'horizon de projection.

Parmi les composantes de la demande intérieure du PIB, la *consommation privée* enregistrerait une progression moyenne en rythme annuel comprise entre 1,0 % et 1,4 % en 2004 après avoir stagné durant la majeure partie de l'année 2003. La croissance de la consommation privée s'accélérait en 2005 pour s'établir entre 1,4 % et 2,6 %. Les dépenses de consommation devraient évoluer globalement en phase avec le revenu réel disponible des ménages. Le taux d'épargne des ménages devrait se maintenir à un niveau à peu près constant en 2004 et en 2005. Les préoccupations relatives à l'évolution des finances publiques et, en particulier, les perspectives à plus long terme concernant les systèmes publics de santé et de retraite pourraient continuer de freiner le recul du taux d'épargne sur l'horizon. Toutefois, le redressement de l'activité économique et l'amélioration de la situation sur le marché du travail devraient se traduire par un renforcement progressif de la confiance des consommateurs, ce qui irait dans le sens d'une réduction de l'épargne de précaution. En 2004, la progression du revenu réel disponible des ménages resterait relativement modérée, en raison de la faible augmentation de l'emploi ; en 2005, elle devrait être soutenue par une croissance plus forte de l'emploi et une hausse plus vive des salaires réels, sous l'effet du ralentissement de l'inflation. L'incidence positive, sur le revenu réel disponible des ménages, des réductions d'impôts sur le revenu et des cotisations sociales en 2004 sera compensée, dans une large mesure, par l'alourdissement de la fiscalité indirecte et la hausse des prix réglementés (y compris des dépenses de santé). Enfin, compte tenu des programmes budgétaires actuels, la contribution de la *consommation publique* à la croissance du PIB en volume devrait diminuer sur la période de projection.

Au cours du quatrième trimestre 2003, la *formation brute de capital fixe* a renoué avec un taux de variation trimestriel positif et devrait contribuer au redressement de la demande intérieure dans la zone euro sur la période de projection. Son taux de croissance annuel moyen augmenterait pour s'inscrire dans une fourchette de 0,7 % à 2,9 % en 2004 et se situerait entre 1,9 % et 5,1 % en 2005. Le redémarrage de l'investissement total serait attribuable principalement à l'*investissement productif*, soutenu par l'amélioration de l'environnement économique international et par le faible niveau des taux d'intérêt réels. L'*investissement privé résidentiel* devrait progresser à un rythme modéré durant la période de projection, après plusieurs années de recul.

S'agissant des échanges commerciaux, le taux de variation annuel moyen des exportations totales s'inscrirait en hausse pour s'établir entre 3,2 % et 6,0 % en 2004 et serait compris entre 5,0 % et 8,2 % en 2005<sup>3</sup>. Dans un premier temps, la croissance des exportations à destination des pays hors zone euro demeurerait légèrement inférieure à celle des marchés à l'exportation, en partie sous l'effet de l'appréciation antérieure de l'euro. Les importations totales enregistreraient, en 2004, une progression moyenne comprise entre 2,8 % et 6,2 %. En 2005, elle se situerait entre 5,0 % et 8,4 %. Cette projection pour les importations reflète l'évolution de la demande finale dans la zone euro, mais aussi, avec un certain décalage, une légère incidence à la hausse liée à l'appréciation antérieure de l'euro.

---

<sup>3</sup> Les projections relatives aux échanges commerciaux sont conformes aux données des comptes nationaux. Elles incluent par conséquent le commerce intra-zone euro.

## Projections en matière de prix et de coûts

Le rythme de progression moyen de l'*indice global des prix à la consommation harmonisé* (IPCH) s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 1,9 % et 2,3 % en 2004 et se situerait entre 1,1 % et 2,3 % en 2005. Sur la base des hypothèses mentionnées plus haut relatives aux cours du pétrole, la composante énergie apporterait une contribution nettement positive à la hausse de l'IPCH en 2004, mais serait largement neutre en 2005. Les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix réglementés mis en œuvre début 2004 auront une forte incidence à la hausse, cette année, sur la composante hors énergie de l'IPCH. En 2005, le rythme de hausse de cette composante devrait s'atténuer, en liaison avec l'allègement des tensions sur les coûts intérieurs et l'augmentation limitée des prix à l'importation. En outre, selon les hypothèses budgétaires, la contribution des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix réglementés devrait être modeste en 2005.

Les prix à l'importation ont poursuivi leur recul en 2003, sous l'effet de l'appréciation de l'euro enregistrée depuis le printemps 2002 et des faibles tensions inflationnistes d'origine externe. Ils devraient demeurer contenus en 2004, l'incidence de la hausse des cours du pétrole étant compensée par les effets décalés de l'appréciation antérieure de l'euro. Les prix à l'importation augmenteraient modérément en 2005.

Compte tenu des accords salariaux en vigueur et de la modeste amélioration de la situation sur le marché du travail, la progression de la rémunération nominale par personne occupée devrait rester globalement stable sur l'horizon couvert. Au vu des projections relatives à la croissance du PIB en volume et à l'emploi, la hausse de la productivité du travail devrait s'accélérer sur la période de projection, pour se rapprocher de sa moyenne de long terme début 2005. En conséquence, un ralentissement de la *progression des coûts salariaux unitaires* est attendu en 2004 et 2005. Il devrait s'accompagner d'une augmentation modérée des *marges bénéficiaires*, qui soutiendrait l'investissement.

**Tableau : Projections macroéconomiques***(variations annuelles moyennes en pourcentage)<sup>1)</sup>*

	2003	2004	2005
IPCH	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PIB en volume	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Consommation privée	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Consommation publique	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
FBCF	- 0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Exportations (biens et services)	- 0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Importations (biens et services)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

*1) Pour chaque projection, les intervalles présentés sont fondés sur l'écart moyen entre les réalisations et les projections antérieures établies par les banques centrales de la zone euro. Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont basées sur des données corrigées du nombre de jours ouvrables. Les chiffres concernant les exportations et les importations incluent le commerce intra-zone euro.*

## Encadré A

### Comparaison avec les projections publiées en décembre 2003

Les projections relatives à la croissance du PIB de la zone euro demeurent pratiquement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème publiées dans le *Bulletin mensuel* de décembre 2003. La légère révision à la baisse de la fourchette de projection pour 2005 résulte des changements apportés au profil de croissance trimestrielle en 2004, ce qui réduit mécaniquement la croissance annuelle moyenne pour 2005.

La limite inférieure de la fourchette de projection du rythme annuel de progression de l'IPCH global a été relevée pour 2004. Cette évolution s'explique, dans une large mesure, par la révision à la hausse des hypothèses relatives aux cours du pétrole pour 2004 et 2005 (respectivement d'environ 30 % et 20 %). Toutefois, l'incidence de l'évolution des cours du pétrole sur les projections concernant la progression de l'IPCH de la zone euro est atténuée par divers facteurs. En premier lieu, les projections relatives à la composante prix des produits alimentaires de l'IPCH ont été révisées à la baisse par rapport à celles de décembre 2003, les effets du renchérissement, en 2003, des produits alimentaires lié aux conditions météorologiques s'étant estompés plus rapidement que prévu. En deuxième lieu, l'augmentation des taxes sur le tabac appliquée début 2004 a été légèrement plus faible que celle qui avait été retenue pour les hypothèses budgétaires sous-tendant les projections de décembre 2003. En troisième lieu, les hypothèses concernant la progression de la rémunération nominale par personne occupée sur l'horizon de projection ont été revues légèrement à la baisse par rapport aux projections de décembre 2003. Dès lors, les projections tablent à présent sur une légère atténuation de la dynamique des coûts salariaux unitaires en 2004.

### Comparaison des projections macroéconomiques

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2003	2004	2005
<u>IPCH – juin 2004</u>	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
<u>IPCH – décembre 2003</u>	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
<u>PIB en volume – juin 2004</u>	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
<u>PIB en volume – décembre 2003</u>	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

## Encadré B

### Prévisions des autres institutions

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par diverses institutions, qu'il s'agisse d'organisations internationales ou du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes et s'appuient sur des méthodes différentes pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes. Les prévisions du Consensus économique et des prévisionnistes professionnels se basent sur une gamme d'hypothèses variées. Contrairement aux projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème, les autres prévisions ne sont généralement pas fondées sur une hypothèse de stabilité des taux d'intérêt à court terme au cours de la période de projection.

Malgré des hypothèses différentes, les prévisions des autres institutions actuellement disponibles s'accordent sur un redémarrage progressif de l'activité économique dans la zone euro, conduisant à une croissance annuelle moyenne du PIB légèrement supérieure à 1,5 % en 2004 et comprise entre 2 et 2,5 % en 2005. Les prévisions sont sensiblement identiques pour 2004, mais pour 2005, les écarts sont plus grands. La Commission européenne, l'OCDE et le FMI tablent sur un taux de croissance annuel du PIB de 2,3 % ou 2,4 % en 2005 tandis que le Consensus économique et l'enquête des prévisionnistes professionnels avancent respectivement des chiffres de 2,0 % et 2,1 %.

**Tableau 1 : Comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume de la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication		2003	2004	2005
Commission européenne	avril	2004	0,4	1,7	2,3
FMI	avril	2004	0,4	1,7	2,3
OCDE	avril	2004	0,5	1,6	2,4
Consensus économique	avril	2004	0,4	1,6	2,0
Enquête de la BCE (EPP)	avril	2004	0,5	1,6	2,1

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2004) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2004 ; Perspectives économiques de l'OCDE n° 75 ; Consensus économique et enquête de la BCE (EPP)

Note : les prévisions de la Commission européenne indiquent des taux de croissance annuels non corrigés du nombre de jours ouvrables. En raison du nombre plus élevé de jours ouvrables en 2004, les prévisions pour cette année sont supérieures d'environ 0,25 point de pourcentage aux taux de croissance ajustés en fonction du nombre de jours ouvrables utilisés dans les projections de l'Eurosystème. Les prévisions de l'OCDE font état de taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrables, mais les autres prévisions ne précisent pas, sur ce point, sur quelle base elles sont fondées.

Selon les prévisions, le rythme de progression annuel moyen de l'IPCH devrait se ralentir pour revenir à l'intérieur d'une fourchette de 1,7 % à 1,8 % en 2004. Pour 2005, les prévisions tablent sur une hausse de 1,6 %, à l'exception de l'enquête des prévisionnistes professionnels et de l'OCDE qui prévoient une hausse de l'IPCH atteignant respectivement 1,8 % et 1,4 %.

**Tableau 2 : Comparaison des prévisions relatives à la progression de l'IPCH global de la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication		2003	2004	2005
Commission européenne	avril	2004	2,1	1,8	1,6
FMI	avril	2004	2,1	1,7	1,6
OCDE	avril	2004	2,1	1,7	1,4
Consensus économique	avril	2004	2,1	1,7	1,6
Enquête de la BCE (EPP)	avril	2004	2,1	1,8	1,8

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2004) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2004 ; Perspectives économiques de l'OCDE n° 75 ; Consensus économique et enquête de la BCE (EPP)