



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

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

Sur la base des informations disponibles au 20 novembre 2004, les services de l'Eurosystème ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro¹. La croissance moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 1,6 % et 2,0 % en 2004. Elle se situerait entre 1,4 % et 2,4 % en 2005 et serait comprise entre 1,7 % et 2,7 % en 2006. La hausse moyenne de l'indice global des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait s'inscrire entre 2,1 % et 2,3 % en 2004. Elle demeurerait à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,5 % et 2,5 % en 2005 et s'établirait entre 1,0 % et 2,2 % en 2006.

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 marchés². Celles touchant aux politiques budgétaires reposent, quant à elles, sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro. Ceux-ci n'englobent que les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements 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.

¹ 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.

² Selon les hypothèses retenues, les taux d'intérêt à court terme, tels que mesurés par le taux Euribor à trois mois, demeureraient inchangés, à 2,16 %, 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 1,29, au cours de la période de projection, ce qui signifie que le taux de change effectif de l'euro serait supérieur de 6,1 % 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 ces rendements, de 4,2 % en moyenne en 2004 à 4,5 % en 2006. Exprimés en dollars, les prix des matières premières hors énergie progresseraient, en moyenne annuelle, de 18 % en 2004 et demeureraient pratiquement stables en 2005. Ils enregistreraient une nouvelle hausse de 5 % en 2006. Sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme, les cours du pétrole, en moyenne annuelle, augmenteraient pour s'établir à 44,4 dollars le baril en 2005, contre 39,0 dollars le baril en 2004, et reviendraient à 40,8 dollars en 2006.

L'environnement international

En 2004, le cycle économique mondial a, semble-t-il, atteint son point haut et les cours du pétrole ont monté. Simultanément, les politiques économiques semblent devoir retrouver progressivement une orientation plus neutre. Dès lors et tout en demeurant robuste sur la période de projection, la croissance de l'économie mondiale devrait s'affaiblir légèrement au cours des deux prochaines années. Parallèlement, la hausse des cours du pétrole et des matières premières hors énergie se traduira par une accélération de l'inflation mondiale.

La croissance du PIB en volume aux États-Unis devrait également demeurer robuste, mais elle fléchirait progressivement par rapport au rythme rapide qu'elle a enregistré au second semestre 2003 et début 2004. La progression du PIB dans les pays asiatiques hors Japon resterait largement supérieure à la moyenne mondiale en dépit de la hausse des cours du pétrole et du resserrement de la politique économique en Chine. La croissance dans les autres grandes économies demeurerait dynamique. En outre, les pays ayant adhéré à l'UE le 1er mai 2004 devraient conserver des taux de croissance relativement élevés.

La progression du *PIB mondial en volume hors zone euro* s'établirait, en moyenne annuelle, à environ 5,5 % en 2004. Pour 2005 et 2006, les projections tablent sur une diminution de la croissance, qui reviendrait aux alentours de 4,5 %. L'expansion des *marchés à l'exportation de la zone euro* devrait atteindre 8,7 % en 2004 et se ralentirait pour se situer à quelque 8,0 % en 2005 et à 7,5 % en 2006.

Projections relatives à la croissance du PIB en volume

Selon les premières estimations d'Eurostat, la progression en glissement trimestriel du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,3 % au troisième trimestre de cette année, après avoir atteint respectivement 0,7 % et 0,5 % aux premier et deuxième trimestres. Les taux de croissance trimestriels devraient revenir à des niveaux proches de 0,5 % sur l'horizon de projection. En conséquence, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait se situer entre 1,6 % et 2,0 % en 2004. Elle serait comprise entre 1,4 % et 2,4% en 2005 et s'inscrirait entre 1,7 % et 2,7 % en 2006. La croissance des exportations, qui résulte de l'hypothèse d'une vigueur persistante de la demande étrangère, devrait continuer à soutenir l'activité économique sur la période de projection, tandis que la demande intérieure progresserait à un rythme stable.

L'*emploi total* devrait se raffermir quelque peu sur l'horizon de projection. L'offre de main-d'œuvre augmenterait, l'amélioration des perspectives d'emploi et les réformes structurelles du marché du travail mises en oeuvre dans différents pays de la zone euro se traduisant par une hausse des taux d'activité. Les projections relatives à l'offre de main-d'œuvre et à l'emploi amèneraient le taux de chômage à amorcer une décrue au second semestre 2005.

Parmi les composantes de la demande intérieure du PIB, la *consommation privée* devrait enregistrer une croissance moyenne en rythme annuel comprise entre 0,9 % et 1,3 % en 2004, la progression modérée des revenus salariaux et la forte hausse des prix de l'énergie ayant une incidence négative sur le pouvoir d'achat des ménages. La croissance de la consommation privée se situerait entre 1,1 % et 2,1 % en 2005 et s'inscrirait entre 1,2 % et 2,8 % en 2006. Le revenu réel disponible des ménages sera soutenu par une augmentation plus forte de l'emploi, une hausse des salaires réels sous l'effet du ralentissement de l'inflation et une contribution positive

des autres composantes du revenu. Le taux d'épargne des ménages devrait se maintenir à un niveau à peu près constant sur l'horizon de projection. Alors que la légère amélioration de la situation sur le marché du travail devrait se traduire par un renforcement de la confiance des consommateurs, le niveau de l'épargne devrait demeurer relativement élevé en raison des 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. Compte tenu des programmes budgétaires actuels, la contribution de la *consommation publique* à la croissance du PIB en volume devrait diminuer légèrement sur la période de projection.

Selon les estimations, la *formation brute de capital fixe* a redémarré légèrement au second semestre 2004. Son taux de croissance annuel moyen se situerait entre 1,2 % et 2,2 % en 2004. Il s'inscrirait entre 1,7 % et 4,7 % en 2005 et serait compris entre 2,1 % et 5,3 % en 2006. La reprise de la croissance de l'investissement total serait attribuable principalement à l'*investissement productif*, qui devrait profiter des conditions de crédit favorables et de la progression des bénéfices des entreprises ainsi que de l'amélioration des perspectives en matière de demande. L'*investissement privé résidentiel* devrait s'accroître à un rythme modéré durant la période de projection.

Le taux de variation annuel moyen des exportations totales devrait s'établir entre 4,5 % et 7,3 % en 2004. Il se situerait entre 4,6 % et 7,8 % en 2005 et s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 4,8 % et 8,0 % en 2006³. Après s'être contractées sensiblement en 2003 essentiellement à la suite de l'appréciation de l'euro, les parts de marché à l'exportation hors zone euro devraient demeurer relativement stables au cours de la période de projection. Les importations totales devraient enregistrer, en rythme annuel, une progression moyenne proche de celle des exportations. 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. Globalement, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait être modeste sur l'horizon de projection, la croissance des exportations et celle des importations se compensant.

Projections en matière de prix et de coûts

Le rythme de progression moyen de l'IPCH devrait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 2,1 % et 2,3 % en 2004. Il se situerait entre 1,5 % et 2,5 % en 2005 et entre 1,0 % et 2,2 % en 2006. Sur la base des hypothèses relatives aux cours du pétrole, la composante énergie apporterait une contribution nettement positive à la hausse de l'IPCH en 2005, mais sa contribution devrait être légèrement négative en 2006. Le rythme de hausse de la composante hors énergie de l'IPCH diminuerait légèrement en 2005, en liaison avec l'augmentation limitée des prix à l'importation et la maîtrise continue des pressions sur les coûts intérieurs. En outre, selon les hypothèses budgétaires pour 2005 et 2006, la contribution des hausses de la fiscalité indirecte et des prix réglementés devrait être relativement faible par rapport à celle des mesures budgétaires mises en œuvre en 2004, qui a été importante.

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

En dépit du renchérissement récent du pétrole, les prix à l'importation seraient demeurés, en moyenne, relativement modérés en 2004, en raison des effets décalés de l'appréciation de l'euro. Sur la base des hypothèses relatives aux prix des matières premières et aux taux de change, les prix à l'importation augmenteraient faiblement sur l'horizon de projection.

La progression de la rémunération nominale par personne occupée devrait rester modérée sur l'horizon couvert. Cette projection tient compte non seulement des accords salariaux en vigueur et de la modeste amélioration prévue de la situation sur le marché du travail, mais reflète aussi le point de vue selon lequel les effets de second tour sur la rémunération nominale liés à l'augmentation des cours du pétrole demeureront maîtrisés. Au vu des projections relatives à la croissance du PIB en volume et à l'emploi, la hausse de la productivité du travail, en dépit d'un léger fléchissement sur la période de projection, restera soutenue. Du fait de cette évolution des salaires et de la productivité, la progression des coûts salariaux unitaires devrait rester contenue en 2005 et 2006.

Tableau : Projections macroéconomiques

(variations annuelles moyennes en pourcentage)¹⁾

	2003	2004	2005	2006
IPCH	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
PIB en volume	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Consommation privée	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Consommation publique	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
FBCF	- 0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Exportations (biens et services)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Importations (biens et services)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

- 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 macroéconomiques des services de la BCE publiées en septembre 2004

Les hypothèses techniques relatives aux cours du pétrole et aux taux de change ont fait l'objet de révisions importantes par rapport aux projections macroéconomiques des experts de la BCE publiées dans le Bulletin mensuel de septembre 2004. Les cours du pétrole sont, à l'heure actuelle, supérieurs de 21 % aux hypothèses retenues pour les projections de septembre, tandis que le taux de change effectif nominal de l'euro a progressé de 4,2 %. Les révisions des hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt sont de faible ampleur.

Le principal changement par rapport aux projections macroéconomiques des experts de la BCE publiées dans le Bulletin mensuel de septembre 2004 porte sur une révision à la baisse des fourchettes de projection pour la croissance du PIB en volume en 2005. Ce changement s'explique principalement par le relèvement précité des hypothèses techniques relatives aux cours du pétrole et au taux de change effectif de l'euro. En outre, le taux de croissance du PIB en volume au troisième trimestre 2004 un peu plus faible que les prévisions initiales réduit mécaniquement la croissance annuelle moyenne du PIB en volume pour 2005.

Les fourchettes de projection de l'IPCH demeurent inchangées pour 2004, mais elles ont été légèrement corrigées à la hausse pour 2005 par rapport aux projections de septembre 2004. Ce relèvement est limité dans la mesure où l'incidence du renchérissement du pétrole est atténuée par la révision à la hausse des hypothèses relatives aux taux de change. Les projections concernant les coûts salariaux unitaires ont fait l'objet d'une révision de faible ampleur.

Comparaison des projections macroéconomiques

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2003	2004	2005
IPCH – décembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5
IPCH – septembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
PIB en volume – décembre 2004	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4
PIB en volume – septembre 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8

Encadré B

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 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, y compris les cours du pétrole. 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 le fait que la croissance annuelle moyenne du PIB de la zone euro se situera entre 1,9 % et 2,25 % en 2005 et s'inscrira dans une fourchette comprise entre 2,25 % et 2,5 % en 2006. Les prévisions sont sensiblement identiques pour 2005. Pour 2006, la Commission européenne et l'enquête des prévisionnistes professionnels tablent sur une croissance du PIB de 2,2 %, tandis que l'OCDE avance un taux de croissance de 2,5 %.

Il convient de garder à l'esprit que la Commission européenne et le FMI indiquent des taux de croissance annuels non corrigés du nombre de jours ouvrables. En raison du nombre plus élevé de jours ouvrables cette année, le taux de croissance annuel moyen du PIB de la zone euro non corrigé du nombre de jours ouvrables sera supérieur d'environ 0,25 point de pourcentage, en 2004, au taux de croissance ajusté en fonction du nombre de jours ouvrables. Dès lors, les prévisions de la Commission européenne comme du FMI en données corrigées du nombre de jours ouvrables font état, pour 2005, d'une augmentation de la croissance du PIB de la zone euro. Les projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème et les prévisions de l'OCDE indiquent des 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.

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

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	2004	2005	2006
Commission européenne	octobre 2004	2,1	2,0	2,2
FMI	septembre 2004	2,2	2,2	n.d.
OCDE	novembre 2004	1,8	1,9	2,5
Consensus économique	novembre 2004	1,9	1,9	n.d.
Enquête de la BCE (EPP)	novembre 2004	1,9	2,0	2,2

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (automne 2004) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004 ; Perspectives économiques de l'OCDE n° 76 ; Consensus économique et enquête de la BCE (EPP). Les prévisions de la Commission européenne et les Perspectives de l'économie mondiale du FMI indiquent des taux de croissance non corrigés du nombre de jours ouvrables.

Le rythme de hausse annuel moyen de l'IPCH devrait se ralentir pour revenir à l'intérieur d'une fourchette de 1,8 % à 1,9 % en 2005, pour l'ensemble des prévisions, à l'exception de celles de l'OCDE qui tablent sur une hausse de l'IPCH atteignant 2,0 %. Pour 2006, la Commission européenne comme l'OCDE prévoient un ralentissement de la progression de l'IPCH qui reviendrait à 1,7 % tandis que l'enquête des prévisionnistes professionnels fait état d'une hausse de 1,9 %.

Tableau B : Comparaison des prévisions relatives à la progression de l'IPCH global de la zone euro*(variations annuelles en pourcentage)*

	Date de publication	2004	2005	2006
Commission européenne	octobre 2004	2,1	1,9	1,7
FMI	septembre 2004	2,1	1,9	n.d.
OCDE	novembre 2004	2,1	2,0	1,7
Consensus économique	novembre 2004	2,2	1,9	n.d.
Enquête de la BCE (EPP)	novembre 2004	2,1	1,9	1,9

Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne (automne 2004) ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004 ; Perspectives économiques de l'OCDE n° 76 ; Consensus économique et enquête de la BCE (EPP).