



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Encadré

## PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE

Sur la base des informations disponibles au 23 février 2007, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre 2,1 % et 2,9 % en 2007 et entre 1,9 % et 2,9 % en 2008. La hausse moyenne de l'indice global des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'inscrirait entre 1,5 % et 2,1 % en 2007 et entre 1,4 % et 2,6 % en 2008.

### Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours du pétrole et les politiques budgétaires

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt et aux prix du pétrole et des matières premières hors énergie sont fondées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 13 février 2007. S'agissant des taux d'intérêt à court terme, tels que mesurés par le taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés sont mesurées sur la base des taux anticipés, ce qui donne un aperçu de la courbe des rendements à la date d'arrêt<sup>2</sup>. Il en ressort une hausse, par rapport au niveau de 3,8 % enregistré mi-février, à respectivement 4,2 % et 4,3 %, en moyenne, en 2007 et 2008. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro font apparaître un profil plat proche du niveau de 4,1 % enregistré mi-février, à 4,2 % en moyenne en 2007 et 2008. Compte tenu de l'évolution des marchés à terme au cours de la période de deux semaines s'étant achevée à la date d'arrêt, les cours du pétrole, en moyenne annuelle, devraient s'établir à 59,9 dollars le baril en 2007 et à 63,4 dollars en 2008. Exprimés en dollars, les prix des matières premières hors énergie progresseraient, en moyenne annuelle, de 14,5 % en 2007 et de 5,0 % en 2008.

Les projections reposent sur l'hypothèse technique selon laquelle les taux de change bilatéraux resteront inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens observés au cours de la période de deux semaines s'étant terminée à la date d'arrêt. Cela implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,30 et un taux de change effectif de l'euro supérieur de 1,7 % à sa moyenne de 2006.

Les hypothèses touchant aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail et devraient très probablement être adoptées dans le cadre du processus législatif.

### Hypothèses relatives à l'environnement international

L'environnement extérieur de la zone euro devrait rester favorable au cours de l'horizon de projection. Tandis que la croissance du PIB en volume aux États-Unis devrait ralentir quelque peu par rapport aux dernières années, la progression du PIB en volume des pays émergents d'Asie demeurerait largement supérieure à la moyenne mondiale. La croissance devrait également rester dynamique dans la plupart des autres grandes économies.

Globalement, la croissance annuelle du PIB mondial en volume hors zone euro devrait atteindre, en moyenne, environ 5,1 % en 2007 et 5,0 % en 2008. La croissance des marchés à l'exportation de la zone euro (hors commerce intra-zone) devrait s'établir à quelque 5,5 % en 2007 et 6,9 % en 2008.

<sup>1</sup> Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosysteme, qui sont élaborées, deux fois par an, conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Les techniques utilisées sont conformes à celles servant à l'établissement des projections de l'Eurosysteme, décrites dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, publié par la BCE en juin 2001. Pour refléter 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 depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la moyenne de la valeur absolue de l'écart observé entre projections et réalisations.

<sup>2</sup> Le présent encadré contient une note méthodologique expliquant les écarts possibles entre les hypothèses de taux de marché à court terme utilisées dans les projections et les taux des contrats à terme Euribor.

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

Après la croissance exceptionnellement forte du PIB en volume de la zone euro observée en 2006, la première estimation d'Eurostat relative au quatrième trimestre de l'année indiquant une progression de 0,9 % en rythme trimestriel, le PIB devrait croître au cours de l'horizon de projection à des taux trimestriels d'environ 0,6 %. Dans ce contexte, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume s'établirait entre 2,1 % et 2,9 % en 2007 et entre 1,9 % et 2,9 % en 2008. Parmi les facteurs à l'origine de cette évolution, la hausse des exportations continuerait à soutenir l'activité économique, en dépit de quelques pertes de compétitivité, dans la mesure où la demande étrangère devrait continuer de progresser à un rythme vigoureux. La consommation privée augmenterait pour sa part globalement en phase avec le revenu réel disponible, qui devrait notamment profiter de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. La croissance de la formation brute de capital fixe devrait demeurer dynamique, dans un contexte caractérisé par des conditions de financement toujours favorables, des bénéfices élevés et des perspectives d'évolution favorables de la demande.

### Tableau A Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)<sup>1), 2)</sup>

	2006	2007	2008
IPCH	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
PIB en volume	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Consommation privée	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Consommation publique	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
FBCF	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Exportations (biens et services)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Importations (biens et services)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

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 des jours ouvrés. Les projections concernant les exportations et les importations incluent le commerce intra-zone euro.

2) La Slovénie est incluse dans les projections de la zone euro à compter de 2007. Les variations annuelles en pourcentage pour 2007 sont basées sur une composition de la zone euro comprenant déjà la Slovénie en 2006. La pondération de la Slovénie dans le PIB de la zone euro est d'environ 0,3 %.

### Projections en matière de prix et de coûts

Le rythme de hausse moyen de l'IPCH global devrait s'inscrire entre 1,5 % et 2,1 % en 2007 et entre 1,4 % et 2,6 % en 2008. Sur la base des hypothèses relatives aux cours du pétrole, fondées sur les contrats à terme, la contribution de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières hors pétrole à l'évolution des prix à la consommation devrait être relativement faible. Parallèlement, les projections sont basées sur l'anticipation d'une certaine accélération de la hausse des salaires sur l'horizon de projection. Dans la mesure où la croissance de la productivité du travail devrait rester globalement stable, cela implique une accentuation de la hausse des coûts salariaux unitaires au cours de la période de projection. Le relèvement de la fiscalité indirecte est un facteur majeur de la hausse de l'IPCH en 2007 (avec une contribution agrégée au niveau de la zone euro de 0,5 point de pourcentage). Pour 2008, en revanche, les projections ne tablent actuellement sur aucun effet induit par la fiscalité indirecte. Enfin, les projections relatives à l'IPCH sont basées sur des anticipations de hausses toujours régulières, mais légèrement plus modérées, des marges bénéficiaires.

### Comparaison avec les projections publiées en décembre 2006

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans le *Bulletin mensuel* de décembre 2006, les intervalles de projection pour la croissance du PIB en volume en 2007 et 2008 ont été légèrement révisés à la hausse, essentiellement sous l'effet des chiffres de croissance favorables enregistrés au second semestre 2006 et des prix de l'énergie plus bas qu'anticipé auparavant.

La nouvelle fourchette de projection pour le rythme annuel de progression de l'IPCH global en 2007 se situe dans la partie basse de celle publiée en décembre 2006, ce qui reflète principalement l'hypothèse de prix de l'énergie revus à la baisse. L'intervalle pour 2008 a été corrigé à la hausse en raison de tensions salariales légèrement plus fortes que celles projetées en décembre.

### Tableau B Comparaison avec les projections publiées en décembre 2006

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2006	2007	2008
PIB en volume – décembre 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
PIB en volume – mars 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
IPCH – décembre 2006	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
IPCH – mars 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6

### Note méthodologique sur les hypothèses relatives aux taux d'intérêt à court terme utilisées dans les projections

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt de marché à court terme utilisées dans les projections macroéconomiques de l'Eurosystème et des services de la BCE sont des taux anticipés à trois mois calculés sur la base d'une courbe de rendement des obligations zéro coupon estimée à partir de la méthode Nelson-Siegel-Svensson, une méthode couramment utilisée par les banques centrales pour l'évaluation des courbes de rendement<sup>3</sup>.

Ces hypothèses de taux d'intérêt peuvent dès lors diverger quelque peu des taux des contrats à terme Euribor, que les opérateurs de marché utilisent souvent comme indicateurs de l'évolution future des taux d'intérêt à court terme. La BCE a décidé de recourir au calcul de taux à terme, car les contrats à terme Euribor ne sont liquides que jusqu'à un horizon de trois ans alors que, pour certaines simulations modélisées, le profil complet des taux à court terme jusqu'à un horizon de dix ans est nécessaire. En outre, l'ensemble de la courbe de rendement jusqu'à une échéance de dix ans est indispensable pour effectuer un calcul cohérent d'hypothèses de taux d'intérêt à court et à long terme dans les projections.

Les écarts entre les taux à trois mois calculés et les taux des contrats à terme Euribor sont essentiellement dus à des conventions de cotation différentes pour les taux à terme Euribor et les taux des swaps zéro coupon de Reuter, qui sont utilisés pour établir une courbe des swaps de la zone euro sur la base de la méthode Nelson-Siegel-Svensson. Les écarts sont liés notamment aux conventions de calcul des intérêts composés et à celles relatives au calcul du nombre de jours effectifs.

S'agissant des conventions de calcul des intérêts composés, les taux d'intérêt se rapportant à des périodes inférieures à un an, comme les taux anticipés à trois mois, sont généralement exprimés par an et doivent donc être annualisés. Les taux anticipés utilisés par la BCE sont calculés comme des taux composés, ce qui signifie qu'ils tiennent compte des « intérêts sur les intérêts ». Les taux Euribor, en revanche, sont cotés comme des taux simples. Les taux simples sont inférieurs (de quelque 5 points de base au niveau actuel des taux d'intérêt) aux taux composés comparables.

<sup>3</sup> Cf. « Zero-coupon yield curves: technical documentation » (Courbes de rendement des obligations zéro coupon : documentation technique), Documents de travail n° 25 de la BRI, Banque des règlements internationaux, 2005.

Une autre convention importante en matière de taux d'intérêt a trait à l'hypothèse relative à la durée d'une année. Les taux des swaps zéro coupon fournis par Reuter sont cotés sur une base « nombre exact de jours/nombre exact de jours ». Cela signifie qu'une période donnée est annualisée sur la base d'une hypothèse d'une année de 365 jours (ou de 366 jours pour les années bissextiles). Les taux Euribor quant à eux sont cotés sur une base « nombre exact de jours/360 ». Ils sont donc légèrement inférieurs (d'environ 6 points de base à l'heure actuelle) aux taux zéro coupon comparables.

Globalement, la différence entre les conventions de cotation se traduit à l'heure actuelle par des hypothèses de taux d'intérêt utilisées dans les projections qui sont supérieures d'environ 10 points de base aux taux des contrats à terme Euribor. Dans ce contexte, il importe de souligner une fois encore que ces hypothèses de taux d'intérêt sont calculées de façon mécanique à partir de la courbe des rendements et ne reflètent aucun jugement.

© Banque centrale européenne, 2007

Adresse : Kaiserstrasse 29, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Adresse postale : Postfach 16 03 19, 60066 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 69 1344 0

Télécopie : +49 69 1344 6000

Site Internet : <http://www.ecb.int>

Tous droits réservés.

Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.