

ÉDITORIAL GÉRER LES RISQUES

Les économies de l'OCDE ont subi récemment plusieurs chocs : turbulences financières, coup de froid sur les marchés de l'immobilier et hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières. Heureusement, ces chocs se sont produits à un moment où la croissance était soutenue par un fort taux d'emploi, dopant le revenu et la consommation; par des bénéfices élevés et des bilans solides, permettant le maintien de l'investissement et une certaine résilience face aux pertes financières et au resserrement du crédit; et par des échanges mondiaux encore dynamiques, alimentés par la croissance robuste des économies émergentes. Ainsi, bien que la croissance à court terme ait été revue à la baisse presque partout dans la zone OCDE, le scénario de référence retenu dans ce numéro des *Perspectives économiques* n'est en fait pas si défavorable, compte tenu des chocs récents. Il constitue la trajectoire la plus probable dans la conjoncture plus incertaine que nous traversons aujourd'hui et table sur :

- Une correction accélérée du secteur du logement aux États-Unis, qui pèsera sur la croissance à court terme mais ne déclenchera pas de récession et n'aggraverait que modérément le chômage. Au cours des deux prochaines années, l'inflation reviendra à un niveau plus confortable, tandis que le recul récent du déficit extérieur ne sera pas compromis, et ce dans les deux cas malgré les prix élevés du pétrole et des matières premières.
- Un découplage partiel de l'activité entre zone euro et États-Unis, avec à court terme un ralentissement limité du taux tendanciel d'expansion, à un moment où les contraintes de capacité commencent à se faire sentir. Une fois surmontés les problèmes immédiats, la croissance pourrait retrouver son rythme potentiel, alors que l'inflation sous-jacente devrait revenir aux niveaux souhaités.
- Une expansion continue quoique moins soutenue au Japon. Cette expansion, toujours tirée par le secteur extérieur, finira par sortir l'économie de la déflation, préfigurant ainsi une croissance plus équilibrée.

L'ennui est que la courbe de probabilités associée à ce scénario est asymétrique, avec une concentration des risques du côté baissier. Les principaux aléas pesant sur les prévisions sont un tassement plus prononcé ou généralisé des marchés immobiliers, de nouvelles turbulences sur les marchés financiers et un regain de pressions à la hausse sur des prix des matières premières déjà élevés.

Dans ce contexte, la politique économique devrait être prête à faire face à toutes les éventualités. Dans plusieurs domaines, un calage approprié peut contribuer à faire face aux différents risques.

Le solide ancrage des anticipations d'inflation a permis à plusieurs banques centrales de répondre avec souplesse aux turbulences financières, notamment en injectant des liquidités sur les marchés interbancaires ou avec des taux d'intérêt inférieurs à ceux attendus précédemment par les marchés. Des anticipations de faible inflation facilitent aussi l'ajustement face à la hausse des prix du pétrole et des matières premières et permettent, au besoin, une action monétaire en réponse à la crise des marchés

immobiliers. Globalement, la conviction que l'inflation restera faible, acquise à l'issue d'un processus de désinflation long et parfois douloureux, constitue un atout opérationnel majeur.

Cependant, la pérennité de cet ancrage des anticipations d'inflation ne va pas de soi. De fait, le volant de ressources inutilisées a diminué dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE et est aujourd'hui limité, voire inexistant – même s'il est difficile d'en évaluer précisément l'amplitude. De plus, les économies de l'OCDE sont confrontées à des chocs de coûts : les cours des matières premières se sont envolés et, pour partie pour cette raison, les effets désinflationnistes des importations de produits manufacturés en provenance de la Chine se dissipent. Si les anticipations d'inflation devaient donner des signes de dérive à la hausse, il pourrait s'avérer nécessaire de se résoudre à un fléchissement de l'activité à court terme pour préserver cet atout opérationnel indispensable.

Du côté budgétaire, les résultats enregistrés récemment sont en général meilleurs que prévu dans les budgets, grâce surtout au dynamisme des recettes. Une partie de ce pactole ne sera vraisemblablement que temporaire, car il découle, entre autres, du niveau élevé des bénéfices dans les activités commerciales liées au secteur financier et au logement (voir le chapitre sur l'épargne et l'investissement des entreprises). En outre, l'actuel dynamisme des recettes pourrait être de nature plus conjoncturelle qu'on ne le pense : l'expérience montre que, généralement, la croissance tendancielle est surestimée lors des pics du cycle et que, partant, la composante conjoncturelle des recettes budgétaires est sous-estimée.

La dynamique en faveur de l'assainissement des finances publiques semble déjà s'être essoufflée suite à ces rentrées exceptionnelles. Les prévisions de l'OCDE, fondées sur les politiques déjà adoptées ou clairement annoncées, ne montrent pas de progrès dans la réduction du déficit budgétaire sous-jacent pour la zone OCDE dans son ensemble. Cela est regrettable, eu égard surtout aux pressions attendues sur les dépenses à venir. De plus, il est à craindre que des pays qui ne peuvent se le permettre prennent des décisions aboutissant durablement à augmenter les dépenses ou à réduire les impôts sur la base de recettes temporairement élevées. De telles décisions se traduiraient par un affaiblissement de la situation budgétaire sous-jacente. Si les risques d'un ralentissement de la croissance venaient à se matérialiser par la suite, ces déficiences apparaîtraient vraisemblablement au grand jour et pourraient faire obstacle au libre jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques à un moment où ceux-ci sont nécessaires. La politique budgétaire ne doit donc pas s'écarter du droit chemin malgré l'abondance des recettes.

Le modèle financier fondé sur l'origination, la titrisation et la distribution a permis l'accès au crédit d'agents qui sinon en auraient été écartés et l'allocation des risques à ceux disposés à les assumer. Cependant, ce modèle a aussi quelques faiblesses que l'effondrement du marché des crédits à risque (« sub-prime ») aux États-Unis a mises en évidence. L'une d'entre elles est l'absence d'informations sur les segments du système où les divers risques sont concentrés. Par ailleurs, la réévaluation des actifs et la reconnaissance des pertes qu'exige la nouvelle appréciation du risque prennent du temps. Les incertitudes quant à la localisation des risques, associées à la lente reconnaissance des pertes, ont entraîné un assèchement des liquidités sur certains marchés.

Aussi longtemps que se poursuivent les opérations de réévaluation et de mise à jour des pertes, il est probable que les marchés financiers resteront une source d'incertitudes et de vulnérabilité face aux chocs. Dans ces conditions, des mesures propres à accélérer ces opérations nécessaires seraient utiles. En outre, les organismes de réglementation et de surveillance devront arbitrer entre la volonté de rétablir rapidement la confiance dans les bilans des institutions financières et le risque de susciter une grave contraction de l'offre de crédit. Le moment venu, il faudra tirer les leçons de la crise pour déterminer si et comment le cadre réglementaire sous-tendant le modèle doit être modifié pour empêcher son dysfonctionnement à l'avenir.

Les pays ont été, et seront, touchés différemment par les turbulences financières et les faiblesses liées au secteur du logement. En de telles circonstances, la réaction naturelle des économies de marché passe

par un ajustement des monnaies. Aussi longtemps que ces mouvements ne deviennent pas une source d'instabilité, ils tendent à faciliter le processus de correction nécessaire en redirigeant la demande vers les économies où elle a faibli. La dépréciation récente du dollar en est un bon exemple. Les prévisions reposent sur l'hypothèse de taux de change inchangés encore que, si les risques baissiers se confirmaient à des degrés divers dans les différents pays, un ajustement des taux de change puisse intervenir. Celui-ci pourrait amener les pays confrontés à une appréciation à s'inquiéter pour l'activité et ceux connaissant une dépréciation à s'inquiéter pour l'inflation. Ces pressions ne sauraient, toutefois, justifier des politiques interventionnistes, car elles peuvent en général être compensées dans une large mesure via la politique monétaire. Dans le contexte actuel, un aspect frappant concernant les taux de change est l'appréciation jusqu'ici limitée du renminbi. Eu égard aux symptômes de surchauffe et à la forte inflation intérieure, une appréciation plus rapide semblerait être dans l'intérêt même de la Chine. Elle permettrait aussi un moindre recours aux interventions directes et aux instruments réglementaires pour contenir l'inflation, avec à terme des effets bénéfiques pour l'économie. En outre, elle contribuerait à déplacer la demande vers d'autres pays où les risques de dégradation sont actuellement plus importants.

Des ajustements en temps voulu et ordonnés des taux de change pourraient aussi contribuer à atténuer les velléités protectionnistes des pays de l'OCDE, qui sont un risque non seulement pour le commerce mais aussi pour l'investissement. Compte tenu de l'ampleur des déséquilibres prévus des balances courantes, plusieurs pays – surtout les producteurs de pétrole – recycleront leurs importantes recettes d'exportation et chercheront à accroître le rendement des fonds recyclés en investissant par le biais de fonds souverains ou de véhicules du même type. Les rumeurs de protectionnisme, que ce soit dans le domaine des échanges ou dans celui de l'investissement, ne contribuent guère à la confiance des entreprises, surtout à un moment où il existe des risques significatifs de retournement. Le mieux serait d'obtenir des avancées au niveau multilatéral – dans les négociations de Doha pour les échanges et dans plusieurs forums, notamment l'OCDE, pour l'investissement.

le 27 novembre 2007



Jørgen Elmeskov,
Chef par intérim du Département
des Affaires économiques

Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE

N° 81, juin 2007

Tirer le meilleur parti de la mondialisation

Consolidation budgétaire : les leçons de l'expérience

N° 80, décembre 2006

Les ménages sont-ils plus vulnérables du fait de leur endettement croissant ?

N° 79, juin 2006

Les pressions budgétaires à prévoir pour les dépenses relatives aux soins de santé et aux soins de longue durée

N° 78, décembre 2006

Le rôle des fondamentaux dans l'évolution récente des prix des logements

N° 77, juin 2005

Mesurer et évaluer l'inflation sous-jacente

N° 76, décembre 2004

Évolution des prix du pétrole : moteurs, conséquences économiques et ajustement des politiques

Comportement d'épargne et efficacité de la politique budgétaire

N° 75, juin 2004

Marchés du logement, patrimoine et cycle économique

Les enjeux de la réduction du déficit de la balance courante des États-Unis

Cycle des prix actifs, facteurs exceptionnels et soldes budgétaires

Renforcer la convergence des revenus en Europe centrale après les adhésions à l'Union européenne

N° 74, décembre 2003

Cyclicité de la politique budgétaire : le rôle de la dette, des institutions et des contraintes budgétaires

Relations financières entre l'État et les collectivités territoriales

Dépenses publiques : améliorer le rapport coûts-résultats

N° 73, juin 2003

Après la bulle des télécommunications

Politiques structurelles et croissance

Tendances de l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE

Restrictions à l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE

Incidences des politiques sur l'investissement direct étranger

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial : gérer les risques	7
Chapitre 1. Évaluation générale de la situation macroéconomique	11
Vue d'ensemble	12
Évolutions récentes	14
Les forces à l'œuvre et les risques	26
Perspectives de croissance	48
Enjeux de politique macroéconomique	55
Appendice 1.A1. Évaluation des prévisions de croissance de l'OCDE pour les économies du G7 ...	68
Chapitre 2. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres ..	73
États-Unis	74
Japon	79
Zone euro	84
Allemagne	89
France	94
Italie	99
Royaume-Uni	104
Canada	109
Australie	114
Autriche	117
Belgique	120
Corée	123
Danemark	126
Espagne	129
Finlande	132
Grèce	135
Hongrie	138
Irlande	141
Islande	144
Luxembourg	147
Mexique	150
Norvège	153
Nouvelle-Zélande	156
Pays-Bas	160
Pologne	163
Portugal	166
République slovaque	169
République tchèque	172
Suède	175
Suisse	178
Turquie	181
Brésil	184
Chine	188
Inde	192
Fédération de Russie	196
Chapitre 3. Épargne et investissement des entreprises : évolutions récentes et perspectives	201
Introduction et synthèse des principaux résultats	202
Les déterminants de l'augmentation de la capacité de financement globale des entreprises de la zone OCDE	208
Les déterminants des différences entre pays	213
L'évolution future de la capacité de financement des entreprises et ses implications	221
Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE ...	227
Annexe statistique	229
Classification des pays	230
Mode de pondération pour les données agrégées	230
Taux de conversion irrévocable de l'euro	230
Systèmes de comptabilité nationale, années de référence et dernières mises à jour	231
Tableaux annexes	233

Encadrés

1.1. Chronologie des turbulences sur les marchés de capitaux	15
1.2. Influence de l'Inde sur l'économie mondiale comparée à celle de la Chine	23
1.3. Prévisions des investissements dans le logement	32
1.4. Quels sont les déterminants des prix des denrées alimentaires?	41
1.5. Fonds d'investissement souverains	46
1.6. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions	51
1.7. Évaluer le NAIRU	57
3.1. L'épargne des entreprises et la balance des opérations courantes en Chine	205
3.2. Relations entre la capacité de financement des entreprises et les autres secteurs	221

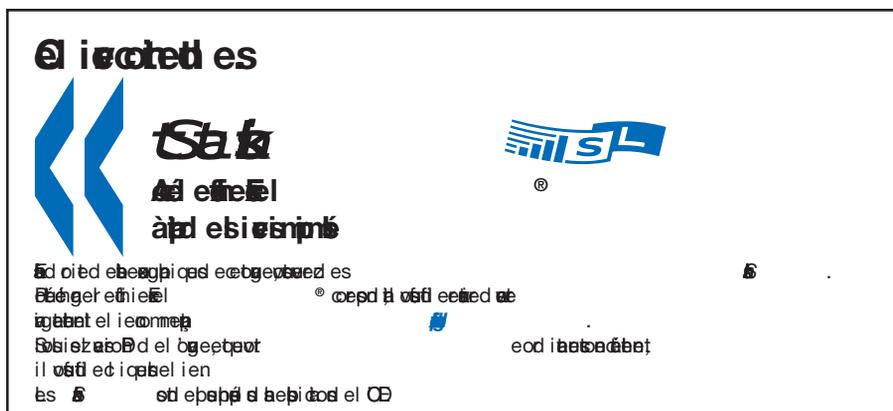
Tableaux

1.1. La croissance devrait un peu ralentir	12
1.2. Les prix réels du logement sont élevés	18
1.3. Les prix réels du logement sont élevés	25
1.4. L'évolution des salaires reste modérée	26
1.5. L'effet d'une augmentation du prix du pétrole de \$10 le baril	39
1.6. Perspective de croissance à court terme	48
1.7. La demande se rééquilibre	52
1.8. Le commerce mondial soutient la croissance et les déséquilibres extérieurs restent importants ..	53
1.9. La consolidation budgétaire ne progresse pas	66
1.10. Erreurs de projection pour le G7 dans les <i>Perspectives économiques</i> , 1991-2006	71
3.1. Contributions à l'augmentation de la capacité de financement des entreprises dans la zone OCDE, sur la période 2001-05	204
3.2. Effet des variations des prix relatifs des biens d'équipement sur les taux d'investissement ...	212
3.3. Distribution de dividendes	218

Graphiques

1.1. Les turbulences financières se sont calmées mais seulement en partie	17
1.2. L'investissement réel en logement ralentit dans la plupart des pays	18
1.3. L'amélioration sur les marchés des logements a été fortement corrélée entre les pays	20
1.4. Le prix des matières premières est en hausse	21
1.5. La croissance se maintient jusqu'à maintenant	21
1.6. Différentes mesures du risque	28
1.7. Les banques durcissent les conditions d'octroi des crédits	29
1.8. L'investissement en logement est au plus haut des dix dernières années pour beaucoup de pays ..	31
1.9. L'augmentation de la demande de pétrole brut depuis 1995 est tirée par les pays non OCDE.	37
1.10. Les pétrodollars sont dépensés plus vite	37
1.11. Taux de change effectif	42
1.12. Accumulation estimée de réserve (en excluant l'or)	44
1.13. La confiance est relativement faible	49
1.14. L'orientation des taux directeurs a commencé à diverger	56
1.15. Les écarts de chômage rétrécissent	56
1.16. Mesures de l'inflation globale et sous-jacente	60
1.17. Les soldes budgétaires se sont améliorés entre 2003 et 2007	62
1.18. L'amélioration des recettes courantes vient principalement de l'impôt sur les sociétés	63
1.19. Projections des <i>Perspectives économiques</i> et croissance du PIB observé	70
3.1. Capacité de financement des entreprises de la zone OCDE	202

3.2. Évolution de la capacité de financement : une perspective globale	203
3.3. Capacité de financement des entreprises	207
3.4. Capacité de financement des entreprises financières et non financières dans la zone OCDE	209
3.5. Formation brute de capital fixe et investissement direct à l'étranger	213
3.6. Principaux concepts utilisés pour décrire les comptes du secteur des entreprises	214
3.7. Composition de la variation de l'épargne brute des entreprises (2001-05)	215
3.8. Contribution des effets intra- et intersectoriels à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-2004)	216
3.9. Contribution des secteurs à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-04)	217
3.10. Principaux flux financiers des entreprises non financières	220



Légendes

\$	Dollar des États-Unis	.	Décimale
¥	Yen japonais	I, II	Semestres
£	Livre sterling	T1, T4	Trimestres
€	Euro	Billion	Mille milliards
mb/j	Millions de barils par jour	Trillion	Mille billions
..	Données non disponibles	c.v.s.	Corrigé des variations saisonnières
0	Nul ou négligeable	n.c.v.s.	Non corrigé des variations saisonnières
-	Sans objet		

Résumé des prévisions

	2007	2008	2009	2009										Quatrième trimestre		
				2007	2008		2009					2009				
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	2009	
Pourcentage																
Croissance du PIB en volume																
États-Unis	2.2	2.0	2.2	1.3	1.1	1.5	1.8	1.9	2.2	2.5	2.7	2.8	2.6	1.6	2.5	
Japon	1.9	1.6	1.8	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.3	1.7	1.9	
Zone euro	2.6	1.9	2.0	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	1.9	2.0	
OCDE total	2.7	2.3	2.4	2.0	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7	2.6	2.1	2.6	
Inflation																
États-Unis	2.6	2.1	2.0	2.4	2.5	2.0	1.9	1.9	2.1	1.9	1.9	2.0	2.5	2.1	2.0	
Japon	-0.5	-0.3	0.3	-1.0	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	-0.8	0.1	0.4	
Zone euro	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.2	2.3	
OCDE total	2.3	2.1	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	2.1	2.4	2.1	2.1	
Taux de chômage¹																
États-Unis	4.6	5.0	5.0	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	5.1	4.9	
Japon	3.8	3.7	3.6	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5	3.8	3.7	3.5	
Zone euro	6.8	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.4	6.4	
OCDE total	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.4	5.3	5.2	
Croissance du commerce mondial																
	7.0	8.1	8.1	8.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1	8.2	8.2	8.2	7.7	8.0	8.2	
Balance courante²																
États-Unis	-5.6	-5.4	-5.3													
Japon	4.7	4.8	5.2													
Zone euro	0.2	-0.1	-0.2													
OCDE total	-1.4	-1.4	-1.4													
Solde budgétaire structurel³																
États-Unis	-3.0	-3.4	-3.4													
Japon	-3.4	-3.9	-3.6													
Zone euro	-0.6	-0.6	-0.4													
OCDE total	-2.0	-2.2	-2.1													
Taux d'intérêt à court terme																
États-Unis	5.3	4.6	4.7	5.0	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8				
Japon	0.7	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2				
Zone euro	4.3	4.2	4.1	4.7	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1				

Note La croissance du PIB, l'inflation (croissance de l'indice implicite des prix du PIB) et la croissance du commerce mondial (moyenne arithmétique des importations et des exportations mondiales en volume) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables et exprimées en taux annualisés. Les trois dernières colonnes (quatrième trimestre) sont en taux de croissance annuels s'il y a lieu et en niveaux ailleurs. Les taux d'intérêt sont : États-Unis : eurodollar à 3 mois ; Japon : certificat de dépôt à 3 mois ; zone euro : taux interbancaire à 3 mois.

Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 12 novembre 2007 ; en particulier 1 dollar = 109,38 yen et 0,69 euros ;

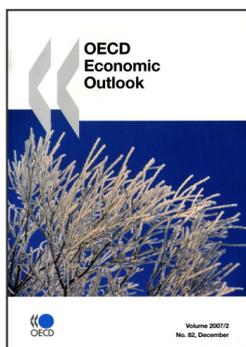
Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 20 novembre 2007.

1. En pourcentage de la population active.

2. En pourcentage du PIB.

3. Solde financier des administrations publiques corrigé des variations cycliques, en pourcentage du PIB potentiel.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 82.



Extrait de :
OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 2

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-2-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

Elmeskov, Jørgen (2007), « Gérer les risques », dans OCDE, *OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 2*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-2-2-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.