

Chapitre 1

ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Vue d'ensemble

Un rééquilibrage est en cours au niveau mondial

Les disparités conjoncturelles se sont encore atténuées entre les grandes régions de l'OCDE (tableau 1.1). Aux États-Unis, la correction sur le marché de l'immobilier résidentiel a fait descendre la croissance du PIB au-dessous de son rythme potentiel. Dans la zone euro, la croissance s'est poursuivie à vive allure et s'est davantage équilibrée entre les différentes composantes de la dépense globale. Au Japon, malgré une certaine variabilité de la croissance trimestrielle enregistrée, la progression sous-jacente de la production reste supérieure au potentiel, essentiellement grâce aux exportations et à l'investissement des entreprises.

Tableau 1.1. **La croissance devrait rester sur les rails**

	<i>Total OCDE si non spécifié</i>						2006	2007	2008
	Moyenne 1994-2003	2004	2005	2006	2007	2008	T4	T4	T4
	Pourcentage								
Croissance du PIB¹	2.7	3.2	2.6	3.2	2.7	2.7	3.2	2.6	2.7
États-Unis	3.2	3.9	3.2	3.3	2.1	2.5	3.1	2.1	2.6
Zone euro	2.2	1.8	1.5	2.8	2.7	2.3	3.3	2.5	2.2
Japon	1.0	2.7	1.9	2.2	2.4	2.1	2.5	2.0	2.2
Écart de production²	-0.6	-0.8	-0.7	-0.2	-0.1	0.1			
Taux de chômage³	6.6	6.7	6.5	5.9	5.6	5.5	5.7	5.6	5.4
Inflation⁴	3.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	2.3	2.0
Solde des administrations publiques⁵	-2.4	-3.5	-2.9	-1.6	-1.6	-1.6			

1. En moyenne annuelle ; dans les trois dernières colonnes figure la variation en glissement annuel.


2. Pourcentage du PIB potentiel.

3. Pourcentage de la population active.

4. Déflateur du PIB. Variation en glissement pour le quatrième trimestre.

5. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042200473312>

La croissance devrait se poursuivre

Après un ralentissement temporaire au premier trimestre 2007, la croissance pour l'ensemble de la zone de l'OCDE devrait dépasser son taux potentiel pendant le reste de l'année 2007 et au cours de l'année 2008, à la faveur du dynamisme des économies de marché émergentes et de conditions financières favorables. Aux États-Unis, l'activité devrait se raffermir, l'ajustement s'achevant dans le secteur de l'investissement immobilier résidentiel. L'expansion devrait rester vigoureuse dans la zone euro avant de se ralentir graduellement sous l'effet de la dynamique conjoncturelle et de conditions monétaires qui

seront progressivement plus restrictives en 2008. L'économie japonaise devrait elle aussi connaître une expansion plus rapide que son taux de croissance potentielle, ce qui pourrait en définitive aboutir à une sortie durable de la déflation.

Les risques inflationnistes se sont aggravés

Dans presque les deux tiers des pays de l'OCDE, le chômage est tombé au-dessous de ses taux structurels estimés et, dans la plupart des autres pays, l'écart est faible, de sorte que la demande exerce sur l'inflation des pressions à la hausse qui sont maintenant prédominantes. Ces pressions pourraient s'accroître par le biais des retombées internationales, un grand nombre d'économies s'orientant simultanément vers une situation de demande excédentaire. De fait, il existe de nombreux signes de fortes pressions sur l'inflation sous-jacente globale qui pourraient encore accroître l'inflation : conséquence des augmentations antérieures des prix des produits de base, le taux d'inflation des produits industriels intermédiaires s'est accru dans la plupart des pays de l'OCDE et est à son plus haut niveau depuis le début de la décennie dans beaucoup d'entre eux ; les coûts d'expédition se sont brusquement élevés l'année dernière ; et le prix des denrées alimentaires comparé à celui des autres produits de consommation s'est accru dans la plupart des pays de l'OCDE. Du point de vue de la politique économique, les pressions inflationnistes pourraient être plus problématiques aux États-Unis qu'ailleurs, car les risques très nets d'accélération de l'inflation se doubleront de risques de ralentissement de l'activité. À ce jour, le recul de l'investissement résidentiel aux États-Unis a été maîtrisé, mais il pourrait être suivi d'effets négatifs soit sur la consommation soit si les problèmes observés sur le marché du crédit hypothécaire à haut risque se propageaient à l'ensemble des marchés de capitaux. En revanche, certains éléments de la hausse des prix à la consommation aux États-Unis, tout particulièrement en ce qui concerne le logement et l'impact indirect du coût de l'énergie, pourraient avoir un caractère moins temporaire qu'on ne le prévoyait généralement, ce qui retarderait le retour à des niveaux acceptables d'inflation, avec un risque de contamination des salaires.

La politique monétaire reflète des divergences conjoncturelles réduites

De faibles divergences conjoncturelles se traduisent par des orientations de politique monétaire de plus en plus semblables dans la plupart des grandes économies, sauf le Japon. Aux États-Unis, la poursuite de la croissance récente, inférieure à la tendance, devrait suffire pour alléger les pressions sur les capacités, et la disparition d'un certain nombre de facteurs temporaires contribuant à l'accélération de l'inflation tendancielle devrait permettre une baisse des taux en 2008. Dans la zone euro, l'inflation tendancielle s'étant déjà accélérée et la croissance de la production devant être supérieure à son potentiel en 2007, il faudra probablement prolonger quelque peu la récente série de hausses des taux pour maintenir les perspectives d'inflation à moyen terme à un niveau qui soit inférieur à 2 % tout en étant proche. Enfin, le fait que le Japon ne soit pas durablement sorti de la déflation en 2006 montre bien que toute mesure venant restreindre une politique monétaire accommodante doit

reposer sur une situation concrète, et pas anticipée, de sortie de la déflation, du fait des coûts asymétriques qui en résultent.

La rigueur budgétaire, surtout du côté des dépenses, demeure une priorité

Les résultats budgétaires ont généralement été plus favorables en 2006 que prévu, essentiellement grâce au dynamisme inattendu des recettes fiscales. Par rapport aux épisodes précédents de ce type, ces plus-values de recettes ont judicieusement été davantage consacrées à une baisse des déficits. Pour l'avenir, ce n'est pas parce que les performances actuelles sont meilleures que prévu qu'il faut céder à l'autosatisfaction et ne pas poursuivre l'assainissement des finances publiques. Tout d'abord, dans la mesure où les bonnes surprises du côté des recettes tiennent à une évolution exceptionnelle des prix des actifs ou à une forte progression inhabituelle des bénéfices, ou sont tout simplement inexplicables, il serait imprudent de croire qu'elles se renouvelleront. Surtout, dans la plupart des pays, un nouvel effort, en particulier du côté des dépenses, est nécessaire pour rétablir les marges de manœuvre budgétaires. Face au vieillissement rapide des populations, des réformes sont tout particulièrement urgentes dans les secteurs des retraites et de la santé. À cet égard, le ralentissement du rythme programmé d'assainissement budgétaire dans un grand nombre de pays de l'OCDE, notamment ceux qui ont un niveau élevé de déficit et/ou d'endettement, est préoccupant.

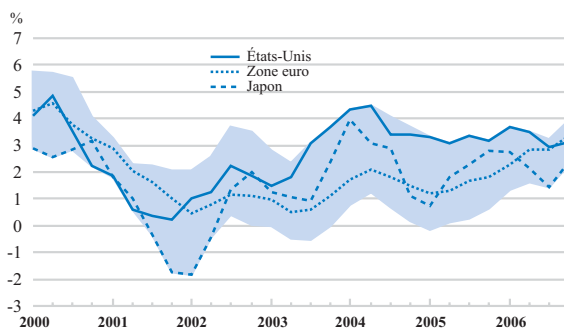
Les positions conjoncturelles convergent

Une expansion de plus en plus synchronisée

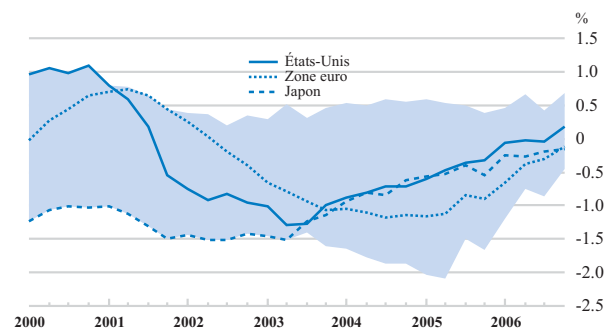
À ce stade de 2007, les disparités entre les sept grandes économies pour le taux de croissance et l'écart de chômage sont les plus faibles depuis plus d'une décennie (graphique 1.1). Cela tient en partie au ralentissement inévitable de l'économie des États-Unis face aux contraintes de capacité, mais aussi aux meilleures performances des trois grandes économies de la zone euro et du Japon.

Graphique 1.1. **Les différentiels de croissance et d'écart de production convergent**

Croissance réelle du PIB, variation en glissement annuel



Écarts de chômage¹



Note : La région grisée montre la fourchette de valeurs des sept grands pays de l'OCDE.

1. Taux de chômage structurel estimé (NAIRU) moins taux de chômage effectif.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036255864172>

Aux États-Unis, la croissance est tombée en dessous de son rythme potentiel

Aux États-Unis, la correction en cours de l'investissement résidentiel a fait baisser la croissance du PIB au cours de l'année s'achevant au premier trimestre 2007 d'environ de 1 point de pourcentage, en la ramenant à 2 %, soit presque $\frac{3}{4}$ de point en dessous du taux estimé de la croissance potentielle. Mais la correction de l'investissement résidentiel et les problèmes du marché du crédit hypothécaire à haut risque n'ont pas eu jusqu'à présent de plus larges répercussions négatives. De fait, la consommation privée a conservé son dynamisme jusqu'à présent, grâce à la baisse des prix de l'énergie, à la persistance de solide progression de l'emploi et aux cours élevés des actions. D'autre part l'investissement des entreprises a été faible et plus généralement sa part dans le PIB est restée relativement modeste tout au long du cycle, malgré les conditions favorables liées à un coût relativement faible du capital, à une forte rentabilité et à un marché du travail tendu. De façon inhabituelle, la croissance a bénéficié à la fin de 2006 d'exportations vigoureuses et d'une baisse des importations, mais cela s'expliquait en grande partie par des facteurs temporaires de nature climatique et cette tendance s'est renversée au premier trimestre 2007.

La reprise est bien engagée dans la zone euro

Dans la zone euro, la croissance est restée supérieure à son potentiel et a dépassé ces derniers trimestres celle des États-Unis. La demande intérieure est devenue le principal moteur de l'activité, en particulier grâce à un vigoureux investissement s'appuyant sur de solides bénéfices. La consommation privée s'est elle aussi accélérée, à la faveur d'une plus vive progression de l'emploi, la hausse de la taxe à la valeur ajoutée (TVA) en Allemagne n'ayant qu'un léger effet de freinage. La reprise a été particulièrement vive en Allemagne grâce au dynamisme des exportations, et l'économie italienne a enregistré une accélération plus forte que prévu, après une longue période d'atonie. Mais la croissance a été moins prononcée en France, à cause de faibles exportations et d'une plus forte pénétration des importations.

L'économie japonaise évolue dans le sens d'une solide croissance

Le Japon connaît toujours une robuste reprise; ce sont l'investissement des entreprises et les exportations qui ont été les principaux moteurs de la croissance. La demande à l'exportation a tiré parti d'un faible taux de change et d'une forte expansion des marchés. Récemment la consommation privée a montré des signes de reprise mais cela risque d'être temporaire, car les salaires en termes réels stagnent.


Les marchés du travail font preuve de dynamisme

La situation s'est encore améliorée sur le marché du travail dans l'OCDE, la croissance de l'emploi se renforçant et le chômage tombant de faibles niveaux (tableau 1.2). Aux États-Unis, le ralentissement de l'activité est à peine visible sur le marché du travail, le taux de chômage restant proche de 4½ pour cent depuis fin 2006. En effet, les délestages de main-d'œuvre n'ont pas encore eu lieu dans la construction après le net recul de l'activité dans ce secteur. Avec la vive reprise dans la zone euro, le taux de chômage est tombé un peu au-dessous de 7¼ pour cent; ce taux est le plus faible depuis 15 ans, même s'il reste élevé pour certaines catégories

Tableau 1.2. **Les marchés du travail sont dynamiques**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
Emploi						
États-Unis	0.0	-0.3	0.9	1.1	1.8	1.9
Japon	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	0.4	0.4
Zone euro	1.6	0.7	0.4	0.9	1.0	1.6
Population active						
États-Unis	0.8	0.8	1.1	0.6	1.3	1.4
Japon	-0.2	-0.9	-0.3	-0.4	0.1	0.1
Zone euro	1.1	1.2	1.1	1.1	0.7	0.8
	Pourcentage de la population active					
Taux de chômage						
États-Unis	4.8	5.8	6.0	5.5	5.1	4.6
Japon	5.0	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1
Zone euro	7.7	8.1	8.7	8.8	8.5	7.8

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042237245314>

comme les travailleurs non qualifiés et les jeunes. De même, au Japon, l'emploi a encore progressé, le taux de chômage revenant en dessous de 4 %, chiffre le plus faible depuis près de dix ans, les tensions sur le marché du travail se traduisant également par un coefficient élevé d'offres d'emploi par rapport aux demandes.

Mais les pressions salariales restent assez faibles

En dépit des faibles taux de chômage dans les trois grandes régions de l'OCDE, on ne constate guère de signes de renforcement des pressions salariales (tableau 1.3). Aux États-Unis, la progression de la rémunération moyenne ne s'est accélérée que marginalement, tandis que l'indice du coût de l'emploi dans le secteur privé n'augmente qu'à un rythme annuel de l'ordre de 3 % et ne montre pas de signes d'accélération. L'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre traduit essentiellement un recul conjoncturel de la croissance de la productivité, qui tient dans une large mesure à un ajustement tardif des effectifs dans la construction. Pour la zone euro, les indicateurs des rémunérations sont en faible hausse et, à en juger par les négociations salariales récentes, notamment en Allemagne, on peut penser que cette évolution persistera. Mais, pour l'ensemble de la zone euro, la croissance en taux annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre n'est que de 1 %. Au Japon, les plus fortes tensions sur le marché du travail commencent à créer des pressions salariales pour certaines catégories. Mais, au niveau global, cette tendance paraît compensée par des effets de composition¹, les indicateurs globaux pour les rémunérations nominales étant pratiquement stationnaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre baissant dans l'ensemble de l'économie.

1. Des cohortes nombreuses de travailleurs bien rémunérés bénéficiant d'un contrat à durée indéterminée atteignent aujourd'hui l'âge de la retraite, alors que les nouveaux venus sur le marché du travail sont souvent recrutés sur contrat à durée déterminée et sont moins bien rémunérés.

Tableau 1.3. **L'évolution des salaires reste modérée**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Pourcentage de variation					
Productivité du travail						
États-Unis	0.9	2.8	2.5	2.8	1.6	1.5
Japon	0.7	1.6	1.6	2.5	1.5	1.8
Zone euro	0.3	0.2	0.4	0.9	0.5	1.2
Rémunération par employé						
États-Unis	2.8	3.7	3.9	4.5	3.7	4.4
Japon	-1.0	-1.8	-1.5	-1.2	0.2	0.0
Zone euro	2.6	2.6	2.3	1.9	1.4	1.9
Rémunération réelle par employé¹						
États-Unis	0.4	1.9	1.7	1.6	0.7	1.4
Japon	0.3	-0.2	0.1	-0.1	1.5	1.0
Zone euro	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.5	0.2
Coûts unitaires de main-d'œuvre						
États-Unis	2.0	0.9	1.1	1.7	2.2	2.9
Japon	-0.9	-2.7	-2.8	-3.5	-1.0	-0.7
Zone euro	2.5	2.5	1.8	1.0	1.1	0.9

1. Divisé par le déflateur du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042250875302>

Plusieurs raisons peuvent expliquer la combinaison d'une évolution modérée des salaires et d'un faible taux de chômage : de plus faibles taux de chômage structurel; des pressions salariales à la baisse dues à la mondialisation; des anticipations d'inflation mieux ancrées; ou un ajustement différé des salaires. Chacune de ces explications comporte des implications différentes pour la politique économique, mais pour l'instant les éléments restent insuffisants pour que l'on puisse se prononcer en faveur de l'une d'elles.

Les marchés émergents constituent les principaux pôles de croissance

La vivacité de la croissance dans les principales économies de marché émergentes a soutenu l'activité économique au niveau mondial. Malgré une politique monétaire plus restrictive, la croissance de la Chine est restée supérieure à 10 % ces derniers trimestres, se renforçant encore davantage au premier trimestre 2007, essentiellement grâce à l'exportation et à l'investissement. En Inde, la croissance du PIB s'est accélérée à plus de 9 % en 2006, malgré une politique monétaire qui est devenue plus restrictive pour empêcher que les pressions inflationnistes s'amplifient. L'activité est bien répartie du point de vue de la demande, grâce à une forte intensification du capital qui a renforcé le potentiel de croissance de l'économie. Les autres économies émergentes d'Asie connaissent également une rapide expansion. En Russie, la croissance s'est accélérée à près de 7 % en 2006; l'investissement fixe a fortement augmenté, compensant un léger ralentissement de la consommation des ménages et un solde exportateur dont l'effet de freinage s'est accentué. L'activité s'accélère au Brésil, surtout à la faveur d'une nette progression de l'investissement, et l'amélioration du marché du travail conforte la consommation.

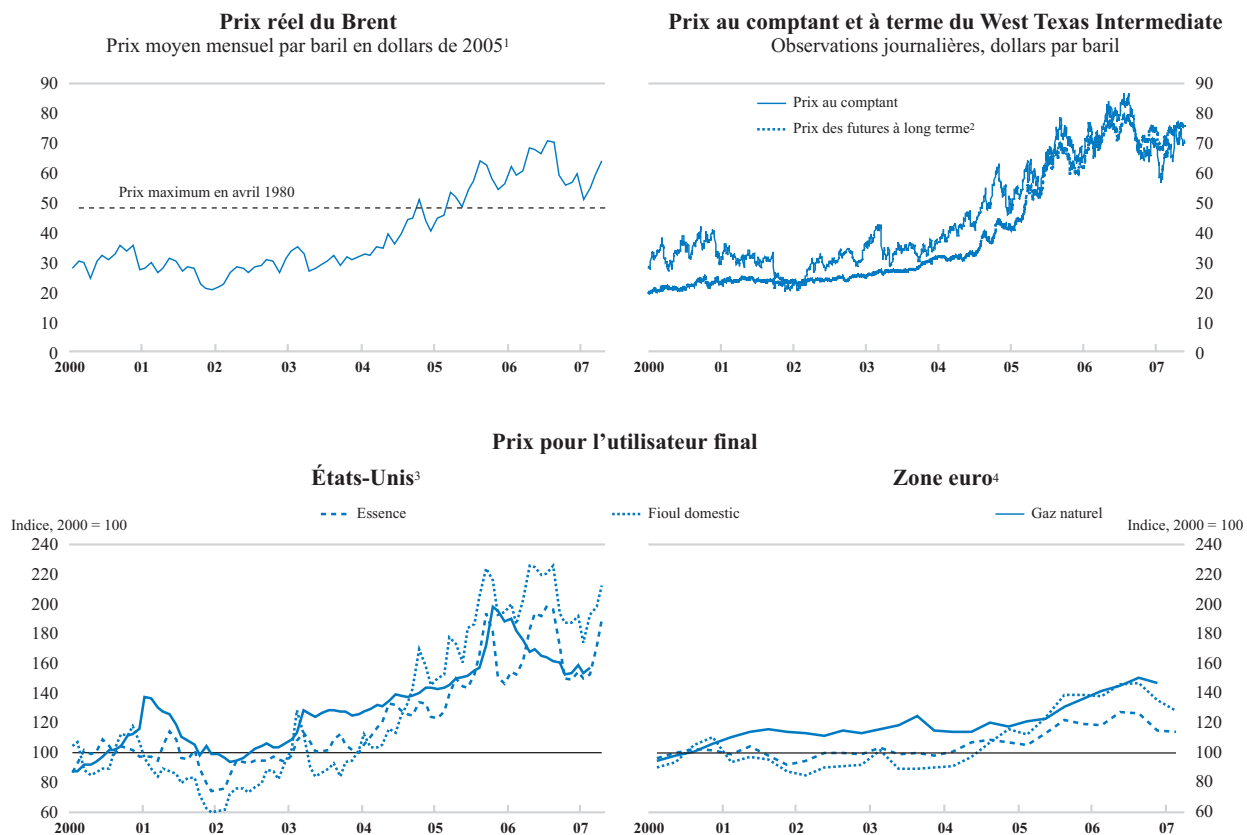
Les forces à l'œuvre et les risques

Les prix des produits de base restent élevés et instables

Les prix du pétrole sont repartis à la hausse

Les prix du pétrole et des produits pétroliers restent élevés après un recul temporaire – essentiellement dû à des conditions météorologiques exceptionnellement clémentes – en début d'année (graphique 1.2), le prix du baril de brut de qualité Brent oscillant en moyenne autour de 65 dollars entre la mi-février et la mi-mai. La baisse de la production de l'OPEP, annulant une légère augmentation de la production de pétrole brut hors OPEP, a joué un grand rôle dans l'évolution récente des prix, tandis que l'incertitude quant aux perspectives de croissance de l'économie des États-Unis, les interruptions de production et les fluctuations des tensions géopolitiques ont rendu les prix plus instables. Depuis quelque temps, les prix des contrats à terme à longue échéance suivent le prix au comptant (graphique 1.2, partie supérieure droite), ce qui montre que les anticipations des marchés sont mal ancrées. Au total, il paraît improbable que les prix ne tombent à court terme aux niveaux bien plus bas enregistrés il y a quelques années.

Graphique 1.2. Les prix de l'énergie fluctuent à des niveaux élevés



1. Déflaté par l'indice des prix à l'exportation des États-Unis. Déflater par les prix à la consommation des États-Unis donnerait un profil similaire.

2. Les prix des futures à long terme correspondent au contrat du New York Mercantile Exchange sur le pétrole brut léger à l'échéance la plus éloignée (6 à 7 ans).

3. Moyennes mensuelles. Pour les États-Unis, le prix du fioul domestique est le prix comptant New York harbor n° 2, fab.

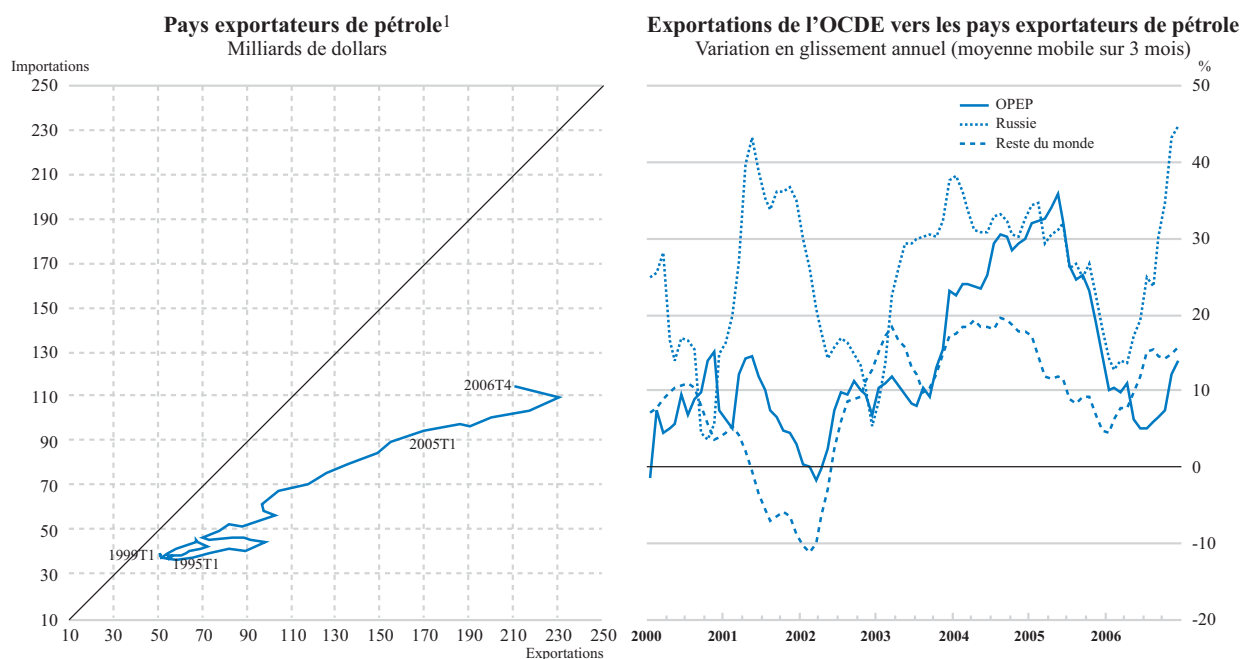
4. Moyennes trimestrielles. Les séries pour la zone euro sont des estimations basées sur les pays pour lesquels les données sont disponibles.

Source : Agence internationale de l'énergie, Energy Information Agency des États-Unis, Datastream et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

Le recyclage des recettes pétrolières s'intensifie

Le recyclage des recettes liées aux exportations de pétrole, qui paraît avoir été prudent jusqu'à présent, s'est intensifié ces derniers temps (graphique 1.3) et ce phénomène pourrait fort bien s'amplifier en réaction décalée à la hausse récente des prix du pétrole. Le recyclage des recettes pétrolières bénéficie tout particulièrement aux exportations de la zone euro, dont la part dans les importations des grands pays exportateurs de pétrole est relativement forte.

Graphique 1.3. **Les pétrodollars sont dépensés plus vite**



Note : Biens, source douanière.

1. Pays dont les exportations de pétrole (nettes de toute importation de pétrole brut) représentent à la fois au minimum deux tiers de leurs exportations totales et au moins environ 1 pour cent du total mondial des exportations de pétrole. Les calculs utilisés pour déterminer quels pays satisfont ces critères sont basés sur des moyennes de 1976-1978.

Sources : Datastream (International Financial Statistics) et OCDE, *Statistiques mensuelles du commerce international*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036484185123>

Les prix des métaux de base restent élevés, mais devraient baisser

Les prix des minerais et des métaux sont restés élevés, à cause de la forte demande chinoise et, plus généralement, de la croissance de la production dans le monde. Mais, au moins pour les métaux de base les plus importants, les courbes à pente négative pour les contrats à terme montrent que les prix pourraient se replier ces deux prochaines années, l'offre augmentant du fait des dépenses antérieures consacrées à l'accroissement des capacités.

Les marchés de capitaux soutiennent la croissance, mais les risques sont peut-être sous-valorisés

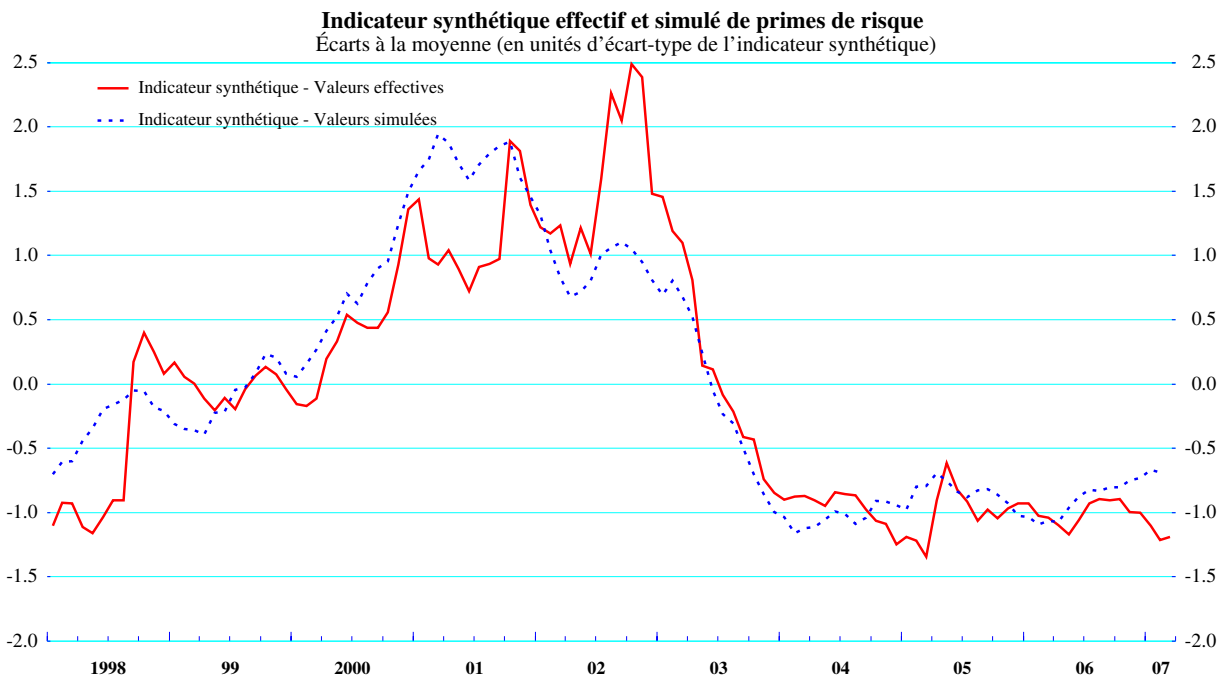
La propension à prendre des risques est forte...

Les marchés des créances titrisées (des entreprises et aussi des marchés émergents), des crédits bancaires et des actions continuent d'épauler la croissance. Certes, les fondamentaux expliquent pour beaucoup cette situation favorable², mais la forte propension à prendre

2. En ce qui concerne le rôle des fondamentaux sur les marchés obligataires, voir Ahrend, R., P. Catte et R. Price, « Factors behind low long-term interest rates », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 490, 2006.

des risques des intervenants sur les marchés paraît jouer également. Par exemple, les écarts de rendement sur les obligations à risque (celles des entreprises et des marchés émergents par rapport aux titres du Trésor américain) approchent ou atteignent des niveaux historiquement faibles. De plus, les indicateurs de l'OCDE montrent que, pour un éventail d'actifs financiers, le risque est probablement sous-valorisé (graphique 1.4)³. Sur les marchés d'actions, les coefficients de capitalisation des bénéficiaires des sociétés cotées semblent conformes aux normes passées, mais ils sont légèrement

Graphique 1.4. Les marchés d'action sont correctement valorisés



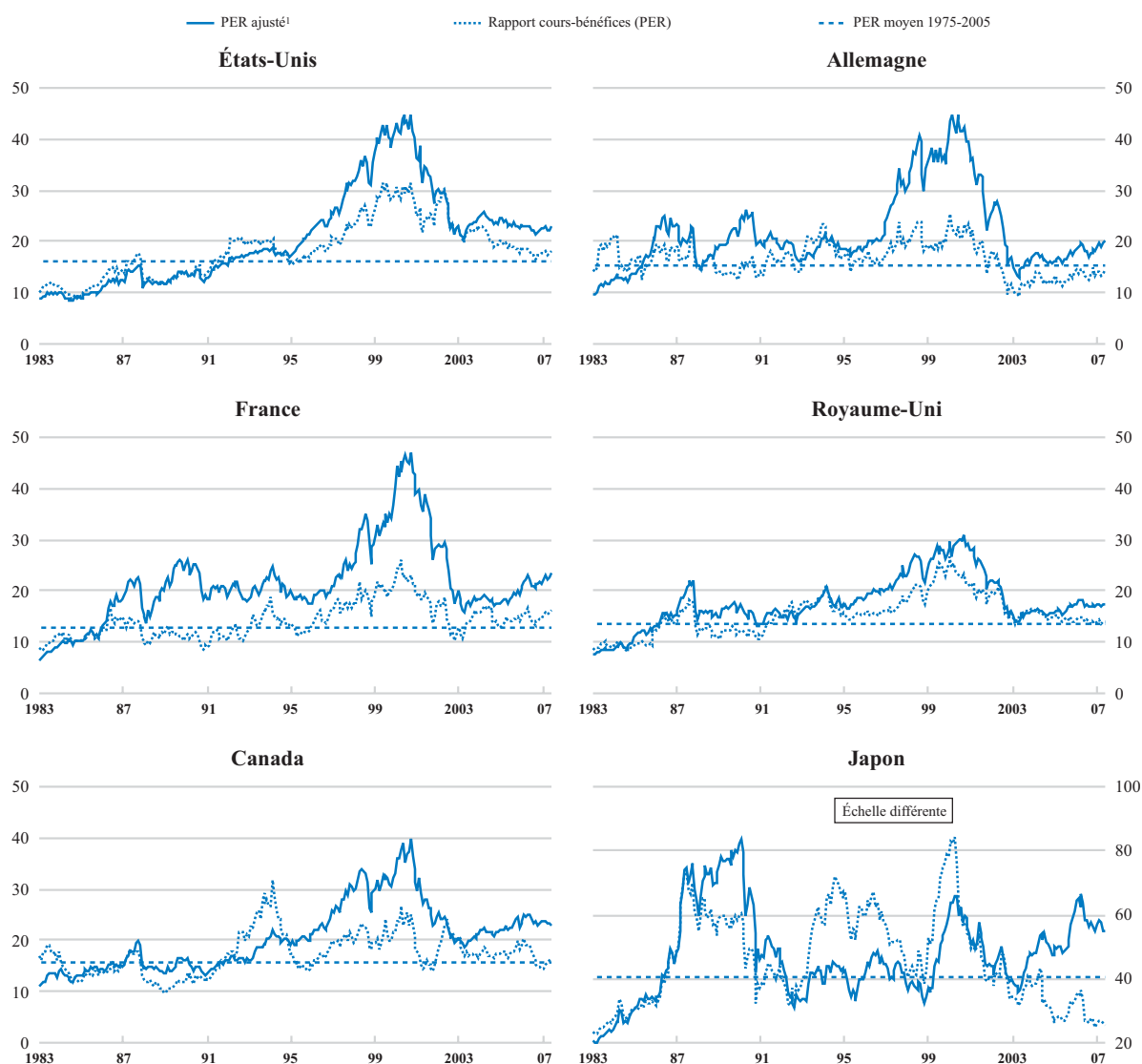
Note: L'indicateur synthétique est dérivé de mesures indirectes du risque sur les actions et les obligations des entreprises et des marchés émergents. Dans les régressions, le risque apparaît bien expliqué par les taux d'intérêt et la liquidité mondiaux, les taux d'impayés sur les crédits aux entreprises et l'indicateur avancé de l'OCDE, une mesure indirecte des anticipations à court-terme sur la situation cyclique de l'OCDE. Voir OCDE (2006), «L'indicateur synthétique des primes de risque de l'OCDE», Appendice 1.2 des Perspectives économiques de l'OCDE, No. 80.
Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036517127105>

3. Actuellement, la valeur de l'indicateur synthétique de risque de l'OCDE pour un éventail d'actifs financiers est inférieure à ce que laisseraient attendre les estimations de ses déterminants. Cet indicateur synthétique est obtenu à partir d'évaluations des risques pour les actions, pour les obligations d'entreprises et pour les obligations des marchés émergents. Dans le cadre d'une analyse de régression, il semble correctement expliqué par les taux d'intérêt à court terme et la liquidité au niveau mondial, les taux de défaillance des entreprises et les principaux indicateurs économiques de l'OCDE, ces derniers rendant compte des attentes quant aux perspectives conjoncturelles à court terme de la zone de l'OCDE (voir « L'indicateur synthétique des primes de risque de l'OCDE », appendice 1.A2 des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 80, 2006).

déphasés par rapport aux indicateurs qui s'efforcent de tenir compte de l'influence du cycle conjoncturel sur les bénéfices (graphique 1.5)⁴.

Graphique 1.5. Le risque pourrait être quelque peu sous-évalué



1. Les rapports cours-bénéfices ajustés sont calculés comme le rapport du cours de l'action à la moyenne mobile des bénéfices des 10 dernières années, ajustée de la croissance nominale tendancielle.

Source : Datastream ; Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036535855422>

4. L'indicateur corrigé des influences conjoncturelles est égal au rapport entre les prix des actions et une moyenne mobile des bénéfices sur dix ans, corrigée de la croissance tendancielle nominale. Dans la mesure où la progression récente des bénéfices tient à des éléments structurels (par exemple, la mondialisation pourrait avoir contribué à une diminution de la part du travail dans le revenu) et non à des éléments conjoncturels, l'indicateur corrigé devrait avoir tendance à surestimer le degré auquel le marché est survalorisé.

... et bien enracinée

Jusqu'à présent, cette faible aversion au risque s'est révélée bien ancrée. Par exemple, les problèmes liés à la qualité des titres adossés sur des créances hypothécaires américaines à haut risque n'ont pas gagné d'autres catégories d'actifs financiers⁵. De plus, les participants aux marchés ont rapidement surmonté les turbulences des marchés d'actions du printemps 2006 et du début de cette année, lorsque ces marchés ont fortement baissé à travers le monde fin février à la suite de rumeurs de mise en place de contrôles des mouvements de capitaux sur les marchés chinois. Les indicateurs de perception des risques sur les marchés ont réagi durant cette période⁶, mais sous la forme de pointes relativement faibles et éphémères.

L'instabilité récente des marchés est due aux opérations de portage

Les turbulences qu'ont traversées les marchés d'actions dans le monde au début de cette année ont sans doute été renforcées par le déblocement d'« opérations mondiales de portage » (encadré 1.1), mais ces perturbations sont restées limitées. Le désengagement massif sur les marchés d'actions a commencé à la fin de février et s'est doublé d'une volonté, au moins temporaire, de désendettement et de moindre prise de risque. Les monnaies qui financent les opérations de portage (le yen japonais et le franc suisse) se sont inscrites en hausse tandis que les monnaies cibles s'affaiblissaient. Mais le yen s'est assez peu apprécié par rapport au dollar des États-Unis (d'environ 5 % au summum du mouvement de liquidation). Ceci est très différent de ce qui s'était produit en 1998 – à la suite de ce qui a probablement marqué le paroxysme du portage spéculatif sur le yen – lorsque la monnaie japonaise s'est appréciée de 15 % en une semaine et de 35 % au total en cinq mois.

Il est difficile d'évaluer l'importance des opérations de portage

Il est difficile de déduire l'ampleur exacte des opérations de portage des statistiques concernant les flux transfrontières, qui n'indiquent en général aucune augmentation récente des mouvements en provenance du Japon. La plupart des opérations de portage interviennent probablement via les marchés de gré à gré de produits dérivés, pour lesquels on dispose d'assez peu de données statistiques⁷. Il semble néanmoins que les marchés de produits dérivés aient joué un rôle aussi bien dans le développement que dans la liquidation ultérieure des

5. Cela tient sans doute au sentiment que les risques sont diversifiés entre un grand nombre de participants aux marchés; voir Geithner, T. (2007), « Credit Markets Innovations and their Implications », allocution au *Symposium sur les marchés du crédit*, Federal Reserve Bank of Richmond, 23 mars.
6. Par exemple, la volatilité implicite des options sur le cours des actions s'est accrue durant cette période.
7. Les données concernant les positions sur contrats à terme qui proviennent de la Commodity Futures Trading Commission indiquent néanmoins une accélération des opérations de portage sur le yen au cours des mois qui ont précédé le désengagement. De plus, l'existence d'écarts très faibles sur les actifs à risque paraît également aller dans le sens d'un volume élevé de fonds engagés dans ces opérations. Lorsque des turbulences se sont produites sur le marché, il y a eu pour ces produits dérivés un fort mouvement de liquidation des positions.

Encadré 1.1. Les opérations internationales de portage

Qu'entend-on par portage?

Une opération internationale de portage sous sa forme la plus simple consiste pour un investisseur à emprunter une certaine somme dans une monnaie à faible taux d'intérêt (la monnaie de financement), à convertir les fonds dans une monnaie à taux d'intérêt élevé (la monnaie cible) et à les investir dans la monnaie cible aux taux d'intérêt plus élevés. La théorie de la parité d'intérêt non couverte montre que ces opérations de portage devraient avoir à long terme un rendement nul, mais dans la pratique la parité d'intérêt non couverte n'est pas valable à court ou moyen terme. En conséquence, les opérations de portage s'avèrent profitables la plupart du temps. Toutefois, le risque est que les taux de change se réajustent dans un sens contraire à la position ouverte, les pertes pouvant être alors très lourdes. Ces dernières années, l'écart très marqué entre les taux courts dans des pays comme le Japon et la Suisse, par rapport au Royaume-Uni, à l'Australie, à la Nouvelle-Zélande ou à l'Islande, dans un contexte de volatilité relativement faible, fait que les opérations de portage ont été d'un très bon rendement. On soulignera que ce n'est pas seulement l'écart intrinsèque de taux d'intérêt, mais l'appréciation globale du risque – largement fonction du risque de change – qui détermine l'attrait des opérations de portage.

Comment le portage fonctionne-t-il?

Dans la pratique, il peut être difficile de définir exactement une opération internationale de portage, selon le type d'opérations prises en compte, mais la caractéristique essentielle est que l'investisseur cherche à tirer parti de l'écart de taux d'intérêt entre une monnaie à faible taux d'intérêt et une monnaie à taux élevé. L'investisseur peut non seulement emprunter à une banque, mais aussi utiliser ses fonds propres et également contracter un emprunt de type hypothécaire dans une monnaie étrangère à faible taux d'intérêt, phénomène courant, par exemple, dans les pays d'Europe orientale, où l'emprunt se fait en francs suisses. Ces opérations peuvent aussi faire intervenir des produits dérivés reproduisant l'idée de départ du portage. Si l'on veut quantifier les activités de portage, on se heurte à une difficulté : une faible fraction de ces opérations est réalisée en fait par un emprunt en monnaie à faible taux d'intérêt et un investissement en monnaie à taux élevé qui se concrétisent matériellement. Les grands investisseurs ont la possibilité de reproduire ces opérations, à un coût de transaction bien plus faible, grâce à des produits dérivés. Pour réaliser une opération de portage entre le yen et la livre sterling, par exemple, il suffit de vendre le yen à terme contre la livre. En pratique, les grands investisseurs utilisent souvent un swap de devises au lieu d'un contrat à terme, car les marchés de swaps sont généralement plus liquides.

Quel est le volume de ces opérations?

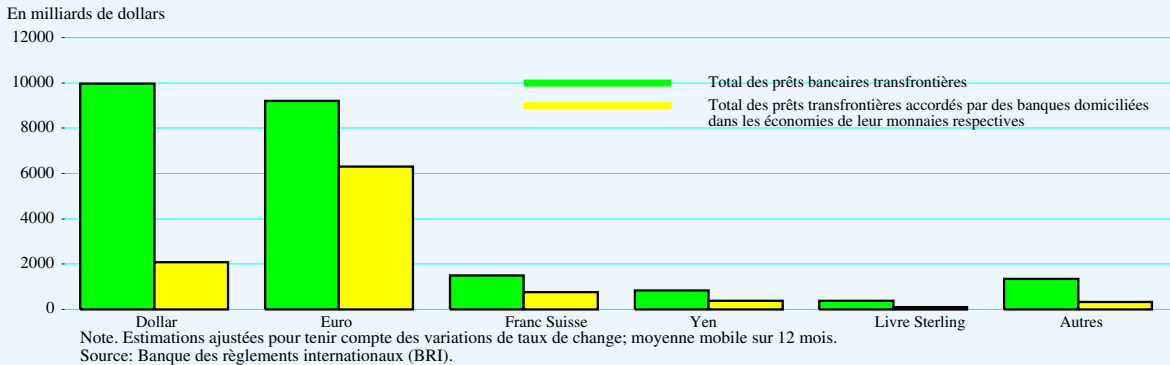
Les prêts bancaires transfrontières en yens représentent environ 800 milliards de dollars, ce qui est assez faible par rapport aux prêts similaires en euros ou en dollars (voir le graphique). De plus, exprimés en dollars en termes réels, les prêts bancaires transfrontières en yens sont inférieurs d'environ un tiers à leur niveau de la deuxième moitié des années 90. Mais, parce que ces opérations se font dans une large mesure sur les marchés de produits dérivés, les flux observés ne rendent pas correctement compte du volume des opérations de portage. Les marchés dérivés de contrats à terme standardisés ou de gré à gré et de swaps de devises sont aujourd'hui de très grande dimension (l'encours du montant notionnel en yens et francs suisses atteignait respectivement, en juin 2006, 4 000 et 1 000 milliards de dollars). Bien qu'il soit difficile d'évaluer les positions sur ces monnaies (car les données pourraient comprendre des positions intégralement couvertes), les contrats à terme standardisés sur le yen et le franc suisse auraient atteint un point haut historique avant le mouvement récent de liquidation sur les marchés de capitaux, et auraient diminué de moitié à cette occasion¹. L'encours des contrats à terme de gré à gré et des swaps de devises sur le yen et le franc suisse est environ 100 fois supérieur à celui des contrats à terme standardisés. Les enquêtes montrent que les fonds à revenu fixe n'étaient exposés au début de 2007 qu'à un risque relativement faible de portage sur le yen, mais d'autres données révèlent d'importantes positions à découvert sur les options de vente de yens (qui ne constituent pas véritablement des opérations de portage, mais reflètent probablement

Encadré 1.1. **Les opérations internationales de portage (suite)**

l'assurance des investisseurs pratiquant le portage), un grand nombre de participants au marché attribuant aux banques japonaises ces positions à découvert. La nécessité de couvrir ces positions en cas de forte appréciation du yen pourrait grandement amplifier ces mouvements de change.

Prêts bancaires transfrontières, par monnaie

Encours - septembre 2006

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/050060575885>**Quels sont certains des effets possibles de ces opérations?**

Les opérations de portage peuvent avoir un impact sur les taux de change, en dévalorisant les monnaies de financement comme le yen, tout en faisant pression à la baisse sur les taux d'intérêt et en faisant monter les prix des actifs dans le pays de la monnaie cible. Il peut y avoir augmentation de la liquidité dans la mesure où les banques centrales se fixent des objectifs de taux de change et ne stérilisent pas entièrement d'éventuelles réserves supplémentaires (mais les opérations de portage ne devraient que peu contribuer à l'accroissement de la liquidité mondiale). Bien que les mécanismes probables d'ajustement ne soient pas bien définis, un volume élevé d'opérations de portage signifie que toute modification des anticipations pourrait aboutir à de très fortes fluctuations des taux de change, avec tous les effets perturbateurs que cela pourrait avoir, une plus grande volatilité faisant monter les taux d'intérêt et contractant la liquidité. En outre, les pays où se sont accumulés les déséquilibres en devises pour les emprunts hypothécaires ou les emprunts des entreprises reposant sur des opérations de portage (ce qui est le cas en Europe orientale) courent un risque de fortes perturbations si leur monnaie devait se déprécier. Mais le fait que les positions d'endettement non couvertes semblent aujourd'hui jouer un moindre rôle dans les opérations de portage qu'en 1997-98² pourrait atténuer dans une certaine mesure le risque de fortes fluctuations des taux de change, un autre facteur allant également dans ce sens : durant le mouvement récent de liquidation sur les marchés de capitaux, l'impact sur les taux de change et les pertes connues des institutions financières ont été comparativement limités. De fait, les opérations de portage pourraient refléter une dispersion des risques qui a rendu plus résilient le système mondial en cas de choc. Cela étant, on ne sait pas très bien qui assume effectivement le risque et quel est le degré exact d'exposition au marché, ce qui veut dire qu'il pourrait y avoir un ample impact systémique en cas de problème.

1. On dispose hebdomadairement de données internationales des marchés monétaires sur l'encours des contrats à terme standardisés sur le yen, mais les données concernant des contrats de gré à gré et les swaps de devises ne sont publiées que semestriellement (les dernières données connues datant de juin 2006). Au vu des données disponibles, aucun élément convaincant ne permet de conclure qu'en 2005 ou 2006 les produits dérivés basés sur le yen auraient connu une croissance supérieure à la forte croissance générale des marchés de produits dérivés.
2. Selon l'enquête Deutsche Bank/Russell Mellow, le gestionnaire médian de patrimoine était nettement à découvert en yens en 1997-98, mais en position longue durant la majeure partie de 2004-06 et légèrement à découvert au début de 2007.

opérations de portage sur le yen au début de cette année. Mais les marchés ont apparemment fait face sans grandes difficultés.

Une réévaluation limitée des risques semble probable

Les risques paraissant quelque peu sous-valorisés à l'heure actuelle, si l'on fait exception des marchés du crédit hypothécaire aux États-Unis, on ne saurait exclure une certaine réévaluation. On constate en particulier que le rythme de progression de certains indicateurs de la liquidité mondiale paraît s'être ralenti, bien que la liquidité soit abondante⁸. De plus, un léger resserrement monétaire est prévu pour ces 18 prochains mois, d'abord dans la zone euro et ensuite au Japon. Malgré tout, si les perspectives ne se dégradent pas sensiblement du côté de la croissance mondiale ou des défaillances des entreprises, un ajustement éventuel ne devrait pas avoir un effet perturbateur.

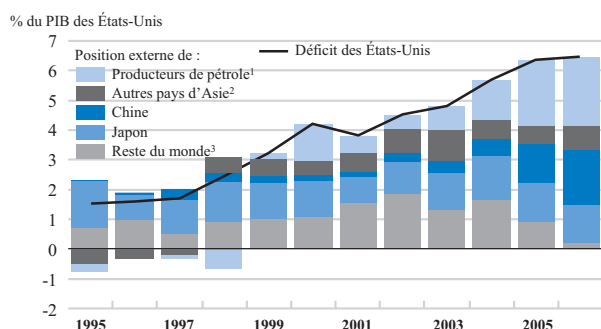
Peu de progrès en vue pour la réduction des déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres de balance courante subsisteront...

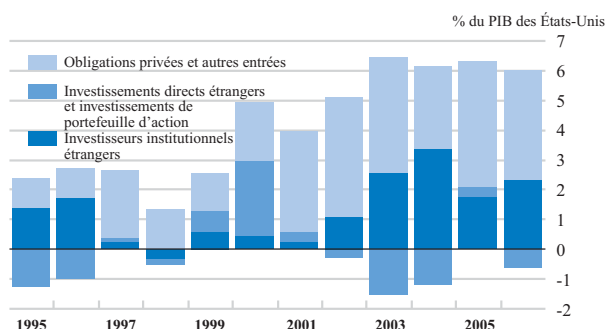
Les déséquilibres mondiaux restent très marqués, même si le déficit de la balance courante des États-Unis est revenu à un peu moins de 6 % du PIB à la fin de 2006. Il est maintenant inférieur à l'estimation qui avait été faite au moment de la rédaction du numéro précédent des *Perspectives économiques* et, les opérations courantes de la zone euro étant plus ou moins en équilibre, les contreparties sont essentiellement les économies exportatrices de pétrole, la Chine et le Japon (graphique 1.6, partie gauche). Les quelques réalignements de taux de change intervenus depuis 2004 ont été relativement faibles et, dans certains cas, l'ajustement ne s'est pas fait dans la bonne direction du point de vue de la résorption des déséquilibres. Dans ce contexte, il faut s'attendre sur la

Graphique 1.6. Les contreparties et financements du déficit du compte courant des États-Unis

Déficit courant des États-Unis et ses contreparties mondiales



Flux nets de capitaux reçus et versés par les États-Unis




1. Pays d'Afrique et du Moyen-Orient et pays d'Europe centrale et orientale.

2. Pays d'Asie et d'Océanie non membres de l'OCDE, à l'exclusion de la Chine et des pays du Moyen-Orient.

3. Inclut le déficit courant global résiduel.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81, Fonds monétaire international et Bureau of Economic Analysis des États-Unis.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036611125435>

8. En ce qui concerne les divers indicateurs de la liquidité, voir OCDE (2006), « Comment évaluer l'abondance de la liquidité », appendice 1.1, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 80.

période de projection à la poursuite des évolutions et des tendances qui ont marqué récemment les balances courantes, le déficit des États-Unis se stabilisant à un peu plus de 6 % du PIB, la zone euro restant proche de l'équilibre et l'excédent augmentant encore au Japon et en Chine. Dans ce dernier pays, l'excédent devrait dépasser les 10 % du PIB cette année.

... et sont en grande partie financés par des flux publics

Jusqu'à présent, le déficit américain des opérations courantes a été financé sans heurts. Cela étant, depuis 2002 les investissements étrangers officiels, remplaçant les sources privées de financement, ont représenté plus de 40 % des flux nets de capitaux en direction des États-Unis, en particulier par le biais de l'accumulation des réserves de devises étrangères par les banques centrales asiatiques (graphique 1.6, partie droite).

La gestion des réserves officielles de la Chine devrait se modifier

La Chine reste la source primordiale de ces financements et, la monnaie chinoise s'appréciant par rapport au dollar à un rythme annuel de l'ordre de 5 % entre la mi-novembre et la mi-mai – c'est-à-dire plus que le taux d'intérêt nominal perçu sur les actifs en dollars détenus par la Chine – la valeur en renminbi de ces réserves a régulièrement baissé. Dernièrement, le gouvernement chinois a fait savoir qu'il avait l'intention de créer un fonds spécial en vue de diversifier une partie de ses abondantes réserves en devises, qui sont actuellement surtout placées en obligations américaines (titres du Trésor et titres adossés sur des actifs). On ne connaît pas à ce stade les modalités précises de la stratégie d'investissement qui sera adoptée. Néanmoins, dans les pays hôtes, des réactions négatives du public face à des investissements en actions et à des investissements directs très importants et à forte visibilité pourraient rendre difficiles les politiques qui visent à maintenir l'ouverture des marchés aux investissements et aux biens et services.

La poursuite de la mondialisation a également facilité le financement des déséquilibres

Le financement du lourd déficit de la balance courante des États-Unis comporte certains risques, mais ces risques ne se sont pas matérialisés jusqu'à présent. L'une des raisons est que la position débitrice nette des États-Unis reste inchangée depuis quelques années en pourcentage du PIB. Cela tient en partie à la conjonction bénéfique de rendements plus élevés des avoirs extérieurs par rapport aux engagements extérieurs et de fortes plus-values sur ces mêmes avoirs extérieurs se doublant de fluctuations des taux de change. Le financement aisé du déficit reflète aussi l'avantage dont peuvent tirer parti, en termes de profondeur et d'efficacité, les marchés de capitaux des États-Unis, cet avantage étant appelé à subsister pendant un certain temps. La soutenabilité du déficit actuel de la balance courante des États-Unis dépend dans une large mesure de la façon dont le processus de mondialisation évoluera⁹. Un rythme rapide de croissance économique et d'intégration financière

9. Voir Hervé, K., I. Koske, N. Pain et F. Sédillot (2007), « Globalisation and the Macroeconomic Policy Environment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 552.

augmente au niveau mondial le gisement de fonds pouvant être investis, notamment en titres de créance américains. En conséquence, la part des engagements des États-Unis dans les portefeuilles mondiaux pourrait ne pas s'accroître pendant quelque temps, malgré la persistance d'un lourd déficit des opérations courantes. Ceci pourrait fort bien expliquer pourquoi les déséquilibres de balance courante ne se sont pas sensiblement résorbés. En revanche, la part de leur portefeuille que les investisseurs souhaiteront investir en titres de créance des États-Unis se contractera probablement puisque l'économie américaine devrait représenter une plus faible part de l'économie mondiale. En définitive, un ajustement des balances courantes est donc inéluctable.

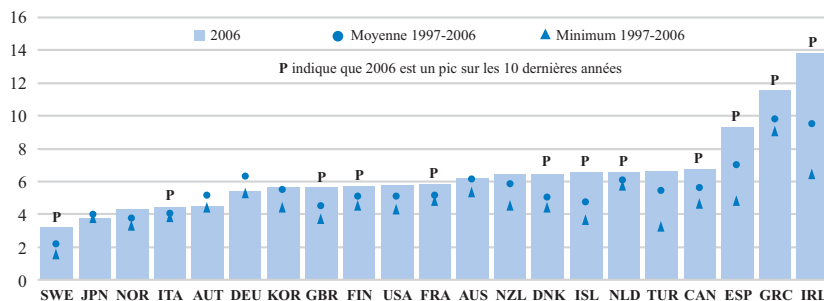
Le marché du logement constitue encore un risque dans de nombreux pays

De nombreux pays connaissent un niveau élevé d'investissement résidentiel

Pour la moitié des pays de l'OCDE, dont beaucoup se situent en Europe, l'investissement résidentiel a atteint en 2006 une proportion du PIB qui n'avait pas été aussi forte depuis dix ans (graphique 1.7)¹⁰. La forte progression de l'investissement immobilier résidentiel a largement

Graphique 1.7. L'investissement résidentiel est au plus haut depuis 10 ans dans de nombreux pays

En pourcentage du PIB



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81 et *Comptes nationaux* trimestriels de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/036651447444>

10. Les pays où la part de cet investissement dans le PIB est particulièrement forte aussi bien historiquement que par rapport aux normes internationales – l'Espagne, l'Irlande et la Grèce – se caractérisent tous par une croissance rapide de leur population, en particulier sous l'effet de l'immigration. En Grèce, un autre facteur a joué : la forte augmentation des permis de construire en 2005 avant la mise en place de nouvelles mesures fiscales. En Espagne, un ralentissement de la construction résidentielle paraît en cours, comme en témoigne la diminution des nouveaux permis de construire. La crainte des retombées d'un recul de la construction a fait nettement baisser les cours des actions de nombreuses entreprises du secteur de la construction. En Irlande, le marché du logement a lui aussi amorcé un ralentissement, les investissements dans le logement et les demandes d'autorisations d'urbanisme étant en nette diminution à la fin de 2006. Les anticipations d'une baisse à venir des droits de timbre constituent certainement un facteur additionnel en faveur d'une réduction du taux de rotation des biens immobiliers.

contribué à l'amélioration de l'emploi, le secteur de la construction ayant représenté depuis 2000 plus d'un cinquième de cette amélioration aux États-Unis, en France, en Espagne, au Danemark, en Norvège, en Suède, en Irlande et en Grèce. Le rythme d'investissement dans le logement devrait fléchir dans un grand nombre de pays de l'OCDE et contribuer au ralentissement de certaines économies en forte croissance. Mais on ne peut exclure le risque qu'il prenne la forme d'un profond marasme, avec l'éventualité d'effets marqués de retombées sur l'activité dans le reste de l'économie.

Les cycles précédents de l'investissement résidentiel ne constituent sans doute pas un repère fiable

Les périodes de forte hausse de l'investissement résidentiel ont fréquemment été suivies d'un brusque recul et, souvent, d'un ralentissement plus large de l'activité¹¹. Mais ce n'est pas nécessairement un repère fiable pour l'évolution de la situation actuelle, car beaucoup de ces reculs avaient été précédés d'une montée rapide des taux d'intérêt à court terme, réponse souvent tardive à une accélération nette et imprévue de l'inflation. Dans les pays de l'OCDE, les deux tiers environ des épisodes passés de forte contraction de l'investissement résidentiel (baisse de la part de l'investissement résidentiel dans le PIB d'au moins 1½ point sur deux ans) ont été précédés d'une hausse des taux d'intérêt à court terme d'au moins 250 points de base au cours des 18 mois antérieurs. Dans la situation actuelle, le resserrement monétaire a été comparativement plus progressif et, s'est accompagné de taux d'intérêt à long terme résolument bas¹².

La consommation serait vulnérable en cas de baisse des prix des logements en termes réels

Un recul sur le marché du logement pourrait avoir un impact bien plus marqué sur l'activité économique s'il réduisait la consommation par le biais des effets de patrimoine¹³. Or, les prix des logements (et donc le patrimoine des ménages) augmentent encore dans la plupart des pays (tableau 1.4)¹⁴. Cela peut sembler en soi avoir aggravé le risque de

11. Si l'on considère les épisodes antérieurs de contraction de l'investissement immobilier résidentiel dans les pays de l'OCDE après une forte hausse (définie comme une augmentation de l'investissement réel par habitant dans le secteur du logement d'au moins 15 % sur les cinq années précédentes), on constate qu'il y a rarement eu d'atterrissage en douceur pour l'investissement résidentiel, un atterrissage en douceur étant défini comme une baisse de l'investissement résidentiel par habitant inférieure à un tiers de sa progression durant les années de forte hausse. Cette analyse est détaillée dans OCDE (2006), *Étude économique de l'Irlande*.
12. En l'occurrence, le risque de forte correction sur le marché du logement serait aggravé si les taux d'intérêt à long terme devaient nettement augmenter.
13. Voir Catte, P., N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « Housing Markets, Wealth and the Business Cycle », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 394.
14. Dans certains pays, le rythme de hausse des prix des logements s'est ralenti (États-Unis, France, Espagne, Danemark, Finlande et Nouvelle-Zélande). Dans le cas des États-Unis, l'indice le plus large des prix des logements, celui de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) était en hausse de 4 % entre le dernier trimestre de 2005 et le dernier trimestre 2006, alors que l'indice des prix des logements S&P Case-Schiller (couvrant 20 villes), plus représentatif des logements acquis avec différents types de crédits hypothécaires (y compris les moins classiques), a diminué plus rapidement, de 1 % entre février 2006 et février 2007.

Tableau 1.4. **Évolution récente des prix du logement**

	Pourcentage de variation annuel			Niveau relatif à la moyenne à long terme ¹	
	2000-2006	2005 ²	2006 ²	Rapport prix-loyers	Rapport prix-revenus
États-Unis	6.3	9.1	3.8	136	119
Japon	-4.3	-3.3	-3.4	69	67
Allemagne	-2.4	-1.8	-0.6	73	67
France	9.5	12.7	9.0	160	145
Italie	6.0	4.5	4.3	128	113
Royaume-Uni	8.8	0.1	6.2	165	145
Canada	6.7	8.2	8.5	182	130
Australie	7.1	-0.5	5.4	172	145
Danemark	7.7	20.4	12.3	169	150
Espagne	11.2	10.2	5.7	205	162
Finlande	4.7	8.9	6.6	154	106
Irlande	7.9	11.1	10.9	183	155
Pays-Bas	3.6	3.1	2.5	160	168
Norvège	5.5	6.1	13.9	164	133
Nouvelle-Zélande	9.2	11.8	6.7	161	159
Suède	6.7	9.2	9.0	163	121
Suisse	1.7	0.2	1.3	84	79
Zone euro ^{3,4}	4.7	5.3	4.1	132	117
Total des pays ci-dessus ³	4.5	5.5	3.4	130	114


1. Moyenne à long terme = 100, dernier trimestre de 2006 disponible.

2. Augmentation au dernier trimestre (ou au dernier trimestre disponible) par rapport au même trimestre de l'année précédente.

3. Allemagne, France, Italie, Espagne, Finlande, Irlande et Pays-Bas.

4. Utilisant comme poids le PIB de 2000.

Source : Sources nationales variées, voir tableau A.1 dans Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, «Recent house price developments: the role of fundamentals», *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 475, 2006.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042266118215>

correction future, mais la plupart des épisodes antérieurs où il y a eu une forte baisse des prix des logements ont été précédés d'une hausse rapide et très prononcée des taux d'intérêt à court terme, qui paraît improbable à l'heure actuelle¹⁵. Le degré limité du resserrement monétaire futur signifie également qu'un éventuel impact sur la consommation, tout en réduisant le revenu disponible discrétionnaire des propriétaires d'un logement du fait de l'augmentation des remboursements de prêts hypothécaires, sera en outre probablement faible¹⁶.

15. Pour les épisodes de forte baisse des prix réels des logements dans les pays de l'OCDE recensés dans Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord, et C. André (2006), «Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals», *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 475, près des deux tiers ont été précédés d'une hausse des taux nominaux d'intérêt à court terme d'au moins 250 points de base au cours des 18 mois qui ont précédé.

16. Ce mécanisme de transmission fonctionnera davantage dans les pays – en particulier le Royaume-Uni, l'Italie, l'Australie, la Finlande, l'Irlande et l'Espagne – où les prêts hypothécaires à taux variable sont plus fréquents, bien que cette distinction soit de moins en moins nette, puisque la flexibilité des marchés hypothécaires dans plusieurs pays a permis aux ménages de changer assez facilement de type de prêt hypothécaire.

Le lien entre l'extraction hypothécaire et la consommation est complexe

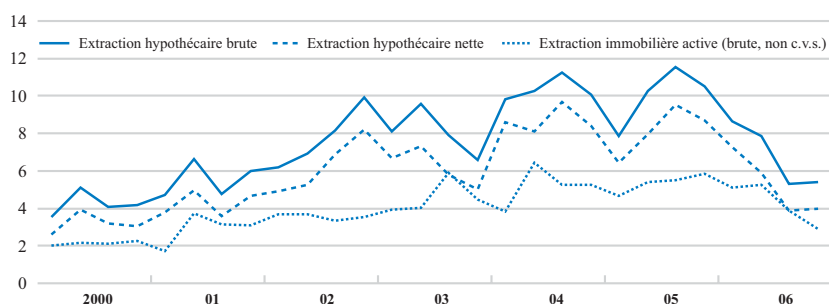
L'extraction hypothécaire est un autre mécanisme de transmission entre le logement et la consommation; elle permet dans certains pays aux propriétaires de leur logement d'obtenir un crédit à des taux plus favorables¹⁷. Aux États-Unis, l'extraction hypothécaire a fortement diminué (graphique 1.8). Mais on ne sait pas très bien quel peut être l'effet de l'extraction hypothécaire sur la consommation¹⁸. On peut faire une importante distinction entre l'extraction hypothécaire « active » et « passive ». Dans le premier cas, il s'agit d'opérations de refinancement au-delà du montant nécessaire pour solder le crédit immobilier ou d'emprunt classique sur le capital immobilier, pour lesquelles il y a extraction hypothécaire délibérée, alors que dans le deuxième cas l'extraction hypothécaire résulte uniquement d'une transaction immobilière. L'élément actif a représenté environ la moitié de l'extraction hypothécaire totale ces dernières années et on peut penser qu'il a un effet sensible sur la consommation¹⁹. Si cette distinction entre l'extraction hypothécaire active et passive est véritablement pertinente, elle peut expliquer pourquoi la consommation est restée vigoureuse jusqu'à présent, l'élément actif de l'extraction hypothécaire n'ayant diminué qu'avec retard, et dans une moindre mesure comparé à l'élément passif.

L'évolution récente des marchés hypothécaires contribue probablement à une plus grande vulnérabilité...

Un recul sur le marché de l'immobilier résidentiel pourrait aboutir à un ralentissement plus général de l'activité, les difficultés sur les marchés hypothécaires contaminant les autres marchés de capitaux. Sur l'ensemble des pays de l'OCDE, on n'observe guère de signes jusqu'à présent de problèmes de remboursement des crédits hypothécaires contractés par les ménages. À en juger par un indicateur de capacité de remboursement qui est fréquemment utilisé, le taux de défaillance, les arriérés de paiement pour les crédits hypothécaires consentis par les banques sont généralement en baisse ou restent assez faibles par rapport à la moyenne des dix dernières années²⁰.


17. L'extraction hypothécaire a joué un grand rôle en Australie, au Canada, aux États-Unis, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni; voir Catta et autres (2004), *op cit*.
18. Selon un certain nombre de chercheurs, l'extraction hypothécaire a un impact plus marqué et plus rapide sur la consommation que les effets classiques de patrimoine. Mais ce résultat empirique peut tenir à ce que l'extraction hypothécaire et la consommation subissent l'incidence de facteurs explicatifs communs. En outre, l'extraction hypothécaire peut souvent remplacer d'autres types de crédit, en étant utilisée pour rembourser un crédit à la consommation plus coûteux ou pour acquérir des biens qui auraient été sinon financés par un crédit moins avantageux.
19. Une enquête de la Réserve fédérale réalisée en 2001 et début 2002 montre que les consommateurs ont utilisé pour des dépenses de consommation 16 % des sommes obtenues par refinancement au-delà du solde du prêt, 35 % étant consacrés à l'amélioration du logement et le reste servant à rembourser d'autres dettes, à effectuer d'autres investissements ou à acquitter l'impôt (*Federal Reserve Bulletin*, 2002, décembre). Une étude similaire de Fannie Mae Economics fait apparaître que les consommateurs ont affecté à l'amélioration de leur logement ou à d'autres dépenses de consommation 60 % des sommes obtenues en 2001 par refinancement au-delà du solde du prêt (*Fannie Mae* (2003), *Economic & Mortgage Market Developments*, janvier).
20. Le taux de défaillance prend généralement en compte les prêts pour lesquels il y a arriéré de remboursement depuis au moins trois mois, mais avec certaines différences d'un pays à l'autre. Voir « Les ménages sont-ils plus vulnérables du fait de leur endettement croissant », chapitre III, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 80.

Graphique 1.8. Extraction hypothécaire aux États-Unis
En pourcentage du revenu disponible (cvs, sauf indication contraire)



Note : L'extraction hypothécaire active se compose des refinancements de crédits hypothécaires et des emprunts autonomes garantis par des biens immobiliers. L'autre composante de l'extraction hypothécaire (extraction hypothécaire passive) résulte des transactions sur le marché immobilier. L'extraction hypothécaire nette déduit de l'extraction hypothécaire brute les coûts relatifs à cette extraction.

Source : Estimations mises à jour fournies par J. Kennedy du système d'emprunt immobilier présenté dans « Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences », Alan Greenspan and James Kennedy, Federal Reserve Board FEDS working paper No. 2005-41 et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036681254226>

... et à accroître les risques potentiels

Pour l'avenir, ce qui est important, c'est le degré auquel, vu l'évolution récente des marchés hypothécaires, certains ménages pourraient être plus vulnérables face aux mesures de resserrement monétaire qui ont été prises récemment et aux nouvelles mesures qui pourraient l'être. Plusieurs banques et autres établissements financiers privés se sont récemment spécialisés dans les prêts au logement non classiques, qui devraient être plus attrayants pour les consommateurs faiblement solvables pouvant éprouver des difficultés à obtenir un crédit traditionnel. Le marché hypothécaire à haut risque, qu'on peut définir en gros comme le marché des crédits hypothécaires consentis à des emprunteurs à antécédents médiocres ou sans antécédents, ou dont le revenu est particulièrement irrégulier ou mal justifié, s'est fortement développé dans un certain nombre de pays de l'OCDE, mais reste plus développé aux États-Unis qu'ailleurs (encadré 1.2).

Aux États-Unis, les difficultés sur le marché du crédit hypothécaire à haut risque restent jusqu'à présent maîtrisées

Le ralentissement actuel du marché du logement aux États-Unis a créé certains problèmes dans le secteur du crédit hypothécaire à haut risque, mais ces problèmes paraissent bien maîtrisés jusqu'à présent. De plus, il semble qu'à l'heure actuelle l'impact macroéconomique que pourraient avoir de nouvelles retombées sera faible²¹. Malgré tout, un tel jugement ne pouvant guère s'appuyer sur l'expérience passée, les retombées négatives potentielles sur le marché du logement et sur l'économie en général restent un facteur de risque pour l'avenir.

21. De nouveaux ajustements devraient se produire aux États-Unis sur le marché du crédit hypothécaire à haut risque : les ventes forcées devraient accroître l'offre excédentaire et faire baisser les prix immobiliers; la hausse des taux des crédits hypothécaires à haut risque réduira encore les achats de logement; l'offre de crédit pourrait se contracter sur le marché hypothécaire normal; les dépenses des titulaires de titres sur lesquels sont adossés les crédits à haut risque pourraient diminuer.

Encadré 1.2. **Évolutions récentes des marchés du crédit hypothécaire à haut risque**

Les prêts à haut risque sont ceux consentis à des emprunteurs qui ont de médiocres notations de crédit, ce qui peut couvrir plusieurs situations : faible revenu, défaut antérieur de remboursement, saisie ou faillite antérieures. Leur risque de défaut de remboursement étant plus grand, les emprunteurs à faible solvabilité paient des taux d'intérêt plus élevés que les emprunteurs de qualité. On peut ajouter une autre catégorie, celle des emprunteurs dont le revenu est très irrégulier ou mal justifié (ce qui est le cas d'un grand nombre de travailleurs indépendants).

Le développement des marchés du crédit hypothécaire à haut risque dans un certain nombre de pays de l'OCDE est bienvenue, parce qu'il atténue les contraintes de liquidité et offre la possibilité d'accéder à la propriété aux emprunteurs qui jusque-là ne pouvaient utiliser le crédit hypothécaire. Mais la forte augmentation récente des prêts douteux sur ce segment du marché hypothécaire aux États-Unis fait craindre que la forte hausse du marché immobilier n'ait abouti à des normes de crédit de plus en plus imprudentes.

Problèmes récents sur le marché du crédit hypothécaire à haut risque aux États-Unis

Le marché hypothécaire à haut risque s'est rapidement développé aux États-Unis à partir de 2003; il représentait environ 14 % de la valeur totale du marché hypothécaire à la fin de 2006 et à peu près un cinquième des crédits hypothécaires consentis en 2006. Outre le marché à haut risque, le marché « Alt-A » a lui aussi connu une forte expansion. Les emprunteurs sur le marché Alt-A ont en général de meilleurs antécédents, mais leurs revenus sont souvent irréguliers ou mal justifiés, ce qui est le cas, par exemple, d'un grand nombre de travailleurs indépendants. Plus des deux tiers des prêts à haut risque sont à taux variable, contre environ un tiers pour le marché des prêts de qualité. De plus, un grand nombre de prêts à haut risque comportent des éléments inhabituels comme un taux d'appel, relativement faible pendant un an ou deux et ajusté par la suite en fonction des taux du marché¹.

La forte croissance des crédits à haut risque et des crédits Alt-A tient en partie à une vive concurrence entre les institutions financières, qui s'est traduite par un assouplissement progressif des critères de prêt. Les prêteurs ont pu financer une grande partie de ces crédits grâce au marché de la titrisation, une forte proportion des prêts à haut risque étant reconditionnée en titres adossés sur des prêts hypothécaires au logement et vendue à des investisseurs attirés par un rendement élevé.

Lorsque la hausse des prix des logements s'est ralentie, les taux hypothécaires ont augmenté et les taux d'appel ont cessé de s'appliquer, les défaillances des emprunteurs à haut risque qui avaient souscrit un prêt à taux variable se sont multipliées, en passant de 6 % environ au milieu de 2005 à près de 12 % au début de 2007. En outre, les «défaillances précoces» pour les prêts à taux variable à haut risque accordés en 2005 et, plus particulièrement, en 2006 sont bien plus nombreuses que les années précédentes et, bien qu'elles atteignent un niveau similaire à celles des prêts consentis en 2001, à cette époque il y avait eu un phénomène très net de contraction de l'activité et d'aggravation du chômage. À mesure que les taux d'appel cessent d'être applicables, il n'est pas rare que certains souscripteurs d'un crédit hypothécaire à haut risque voient leurs remboursements augmenter de plus de 50 %, de sorte que le taux de défaillance devrait encore augmenter. Puisque le risque de défaillance s'est aggravé, les marges sur les titres adossés à des crédits hypothécaires à haut risque sont elles aussi en hausse.

Mais, jusqu'à présent, les problèmes restent bien maîtrisés sur le marché des prêts à haut risque à taux variable, le taux de défaillance pour les crédits à haut risque à taux fixe a très peu augmenté et, pour les crédits de haute qualité, rien n'a changé. De fait, par rapport au passé, les taux des crédits hypothécaires de haute qualité restent faibles aux États-Unis et l'écart entre ces taux et ceux des titres du Trésor est stationnaire. De plus, on n'a pu constater jusqu'à présent aucun signe de progression du taux de défaillance pour les autres formes de crédit à la consommation; les taux de défaillance pour les prêts sur carte de crédit, pour les prêts bancaires non renouvelables et pour les crédits automobiles accordés par des sociétés financières captives sont proches des moyennes sur dix ans ou légèrement inférieurs.

L'augmentation du taux de défaillance a mis en difficulté un grand nombre d'établissements opérant sur le segment du crédit hypothécaire à haut risque. Certains ont été contraints de racheter des prêts qu'ils avaient consentis précédemment, à cause de la complexité des obligations contractuelles en cas de défaillance précoce, et ils sont nombreux à connaître des problèmes pour le renouvellement de leurs propres

Encadré 1.2. Évolutions récentes des marchés du crédit hypothécaire à haut risque (suite)

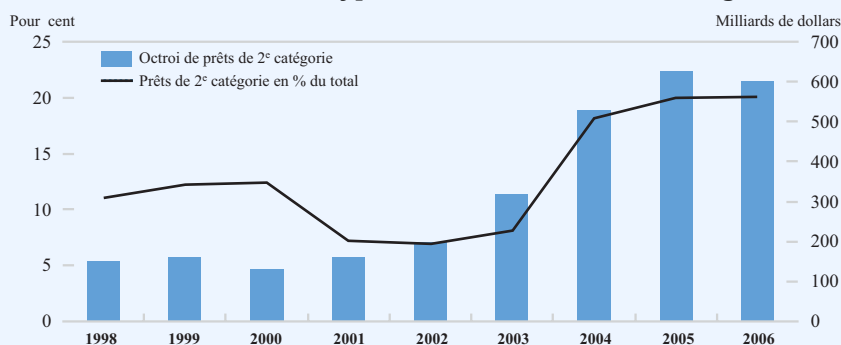
lignes de crédit. Une trentaine d'établissements du secteur du crédit hypothécaire à haut risque ont fait faillite ou ont été rachetés ces derniers mois. En moyenne, le cours des actions des plus grands établissements de ce secteur a pratiquement été divisé par deux entre le milieu de 2006 et le début de 2007. Cela a eu des retombées sur certains titres du secteur financier, en particulier ceux des banques d'affaires exposées au marché du crédit hypothécaire à haut risque, soit parce qu'elles opéraient sur le marché de la titrisation des créances hypothécaires résidentielles, soit parce qu'elles avaient ouvert des lignes de crédit à des emprunteurs à haut risque.

Évolutions des marchés du crédit hypothécaire à haut risque dans les autres pays de l'OCDE


Dans les autres pays de l'OCDE où le marché du crédit hypothécaire à haut risque a connu récemment une forte croissance – en particulier l'Australie, le Canada et le Royaume-Uni – ce marché reste au total de plus petite dimension et le degré de risque des prêts est plus faible qu'aux États-Unis, avec par conséquent un risque macroéconomique moins marqué.

- Au Royaume-Uni, les prêts à haut risque sont estimés à 5-10 % des prêts bruts en 2006 et la Financial Services Authority a exprimé ses préoccupations concernant les critères de prêt². Mais un élément important limitera à l'avenir le risque de défaillance : par rapport au marché normal du crédit hypothécaire, une proportion bien plus forte des prêts à haut risque est assortie d'un taux fixe.
- Au Canada, on estime que les produits hypothécaires à haut risque représentent moins de 5 % de l'encours total du crédit hypothécaire et qu'ils concernent essentiellement des emprunteurs qui ont de bons antécédents, mais qui ne peuvent présenter que des justificatifs limités pour leurs revenus ou leur emploi. Les taux de défaillance ont augmenté, mais restent de l'ordre de 1 % seulement.
- En Australie, les « prêts non conformes » consentis aux emprunteurs faiblement solvables représentaient moins de 2 % des prêts accordés en 2005 et, même si le taux de défaillance pour le remboursement de ces prêts s'est accru, en passant de 2 % environ au début de 2004 à quelque 5¼ pour cent à la fin de 2006, il n'a pas eu tendance à se dégrader en 2006.

Marché des crédits hypothécaires de seconde catégorie



Source : Inside B&C Lending ; Inside Mortgage Finance base de données Mortgage Backed Securities.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/050068155471>

1. Parmi les autres caractéristiques inhabituelles des crédits hypothécaires de qualité ou à haut risque, on citera les prêts à remboursement in fine, l'absence de justifications des revenus – ceux-ci ne faisant l'objet que d'une déclaration de l'emprunteur – les prêts à taux révisable avec option – l'emprunteur pouvant rembourser moins que le paiement mensuel normal et la différence s'ajoutant à l'encours du prêt – et les formules « gigogne », la combinaison de deux prêts évitant l'apport personnel. Un prêteur a même apparemment proposé des prêts « NINJA » (« No Income, n^o Job and n^o Assets »).
2. « ... au total, il y a eu trop de cas où les établissements n'ont pas pu démontrer qu'ils avaient appliqué les procédures exigées pour se prononcer sur ces contrats de prêt hypothécaire... dans 60 % des cas, les informations sur le client étaient insuffisantes sur des points essentiels pour un produit à haut risque; dans 80 % des cas, aucun élément ne démontrait comment le produit à haut risque recommandé répondait aux besoins et à la situation du client » (Financial Services Authority (2005), « FSA Finds Mixed Picture on Sub-Prime Mortgage Compliance », communiqué de presse, 6 septembre, FSA/PN/095/2005).

Une solide croissance est à prévoir

Les économies de l'OCDE maintiennent globalement leur expansion

La croissance au cours des 18 prochains mois dans les grandes régions de l'OCDE devrait converger vers les taux potentiels de chacune d'entre elles, la politique monétaire et la politique budgétaire offrant peu, voir aucun stimulus (encadré 1.3). Aux États-Unis, les anticipations des entreprises se situent à peu près à leur niveau moyen de long terme et la confiance des consommateurs, tout en ayant quelque peu fléchi ces derniers mois, est bien supérieure au point bas de l'été 2006. Dans la zone euro et au Japon, les entreprises restent optimistes et la confiance des consommateurs dépasse nettement son niveau moyen de long terme (graphique 1.9). Selon les modèles d'indicateurs de l'OCDE – qui traduisent les données conjoncturelles en estimations ponctuelles de la croissance à l'horizon d'un ou deux trimestres²² – après une accalmie temporaire au premier trimestre, la croissance en rythme annuel dans les sept grandes économies considérées dans leur ensemble est de l'ordre de 2¾ pour cent pour au deuxième trimestre de 2007 (tableau 1.5). Ces modèles montrent que le PIB progresse à un taux à peu près équivalent au potentiel aux États-Unis bien que ceci ne reflète probablement pas complètement le coup de frein dû au marché de l'immobilier, tandis que la croissance est légèrement au-dessus de son taux potentiel au Japon et clairement au-dessus dans la zone euro.

L'activité devrait progressivement se raffermir aux États-Unis...

Aux États-Unis, il faut s'attendre à une croissance inférieure à la tendance jusqu'au seuil de 2008, sous l'effet de l'ajustement en cours dans le secteur du logement. On estime que la croissance tendancielle restera voisine de 2¾ pour cent, les faibles gains récents de productivité reflétant les facteurs conjoncturels plutôt qu'une dégradation de la tendance sous-jacente. Néanmoins, étant donné la performance relativement médiocre de l'investissement des entreprises, la croissance future de la productivité du travail s'appuiera davantage sur une amélioration de la productivité totale des facteurs et moins sur une augmentation de l'intensité capitalistique. La contraction de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre un certain temps avant de prendre fin en 2008, lorsque les stocks de logements invendus seront revenus à des niveaux plus viables (tableau 1.6). La croissance de la consommation devrait elle aussi se ralentir par rapport à son rythme de 2005-2006, le taux de chômage augmentant légèrement du fait du fléchissement de l'activité, ce qui fera monter le taux d'épargne des ménages à un niveau plus soutenable. Une fois achevé l'ajustement de l'investissement résidentiel, la croissance globale du PIB devrait revenir à des taux proches du potentiel durant l'année 2008. La vigueur de la demande extérieure contribuera également à la croissance du PIB et, la

22. Voir Sédillot, F. et N. Pain, « Modèles d'indicateurs de la croissance du PIB réel dans les principales économies de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n° 40, 2005; Mourougane, A., « Forecasting Monthly GDP Data for Canada », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 515, 2006.

Encadré 1.3. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions

Les hypothèses de politique budgétaire se fondent autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées (politiques en vigueur). Lorsque des modifications des politiques ont été annoncées mais n'ont pas encore été adoptées, il en est tenu compte si l'on considère qu'elles seront mises en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Pour les prévisions actuelles, cela signifie que :

- Pour les États-Unis, les prévisions supposent que les réductions d'impôts qui doivent venir à expiration sont prorogées et que l'impôt minimum alternatif est indexé, tandis que les dépenses augmentent au même rythme que le PIB (sous l'impulsion d'une hausse des dépenses militaires). Compte tenu de ces hypothèses, le déficit des administrations publiques devrait atteindre près de 3 % du PIB au cours de la période examinée.
- Au Japon, l'assainissement budgétaire devrait être réalisé, comme annoncé, essentiellement par un freinage des dépenses, avec de nouvelles coupes dans l'investissement public et une réduction des effectifs de fonctionnaires. De plus, la suppression de l'allègement temporaire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques introduit en 1999 et un relèvement du taux des cotisations de retraite majoreront les recettes publiques d'environ ½ point de PIB en 2007.
- Dans la zone euro, les budgets pour 2007 comportent un léger assainissement des finances publiques, la réduction du déficit de 1½ pour cent du PIB en 2006 à ¾ pour cent en 2008 étant due pour l'essentiel à des facteurs conjoncturels. En Allemagne, une réduction du taux d'imposition des sociétés en 2008 a été prise en compte dans les prévisions, de même qu'une série de mesures qui compensent en partie cet allègement.

Les prévisions concernant les taux directeurs sont conformes aux objectifs fixés par les autorités monétaires concernées et sont fonction des prévisions de l'OCDE concernant l'activité économique et l'inflation, ces prévisions pouvant être différentes de celles des autorités monétaires. L'évolution des taux d'intérêt ne doit donc pas être interprétée comme une prévision des intentions des banques centrales ou des anticipations des marchés :

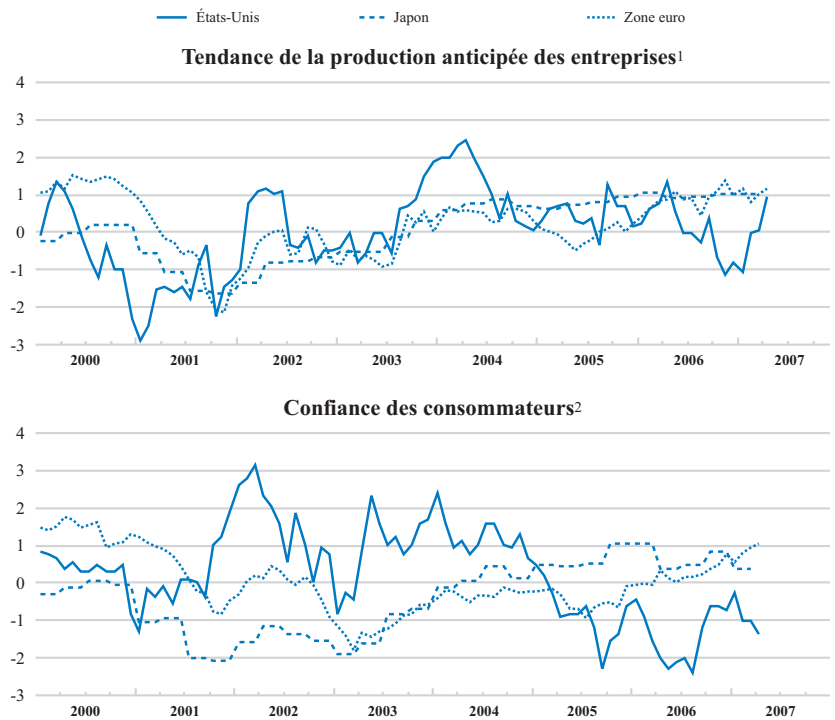
- Aux États-Unis, on prévoit que la Réserve fédérale laissera inchangé le taux des fonds fédéraux à 5¼ pour cent jusqu'à la fin de 2007. Comme l'inflation tendancielle devrait s'atténuer et le chômage augmenter au cours de la période examinée, deux baisses de 25 points de base sont supposées intervenir, le taux directeur étant ramené à 4¾ pour cent à la fin de 2008.
- Dans la zone euro, l'expansion devrait se poursuivre à un rythme soutenu en 2007, si bien que l'écart de production sera résorbé en 2008. Compte tenu d'un certain risque de dérapage de l'inflation, on présume que le principal taux de refinancement sera relevé de 25 points de base à deux reprises cette année, ce qui le portera à 4¼ pour cent.
- Au Japon, le taux directeur à court terme est censé rester stationnaire à ½ pour cent avant d'être relevé de 25 points de base au second semestre 2008.

On suppose que les taux de change se maintiendront à leurs niveaux du 9 mai 2007, à 1 dollar des États-Unis pour 119.00 yens et 0.74 euro (soit un euro pour 1.35 dollar). Dans le cas de la Turquie, on présume que le taux de change se déprécie parallèlement à l'écart d'inflation prévu vis-à-vis des États-Unis.

Les prix du pétrole ont été irréguliers depuis la date de publication des précédentes *Perspectives économiques*, et le brut de qualité Brent s'est récemment échangé à un peu plus de 65 dollars le baril. À titre d'hypothèse de travail, le prix du Brent est censé rester constant à 65 dollars le baril en moyenne du deuxième trimestre 2007 jusqu'à la fin de la période examinée. Les prix des autres produits de base ont continué d'augmenter fortement en 2007. Toutefois, la hausse des prix des produits de base devrait se modérer au cours de la période examinée du fait de l'accroissement de l'offre.

Les prévisions ont été établies à partir des données collectées jusqu'au 15 mai 2007. Plus spécifiquement, dans le cas de la France, les données du PIB utilisées ne reflètent pas les révisions de séries historiques qu'entraîne le récent passage aux séries chaînées. Des précisions sur les hypothèses concernant les différents pays sont données dans le document « Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres ».

Graphique 1.9. La confiance suggère une croissance robuste



Note : Toutes les séries sont centrées-réduites sur la période commençant en 1985 et présentées en points d'écart-type. Données mensuelles, corrigées des variations saisonnières, sauf pour le Japon (trimestrielles, c.v.s.).

1. États-Unis : Indice des directeurs d'achat, tendance de la production ; Japon : Enquête auprès des entreprises (secteur manufacturier) : perspectives ; zone euro : Enquête auprès des entreprises (secteur manufacturier) : tendance de la production future.
2. États-Unis : Enquêtes sur l'opinion des consommateurs – Situation économique anticipée ; Japon : Indice de confiance des consommateurs ; zone euro : Enquêtes sur l'opinion des consommateurs – Situation économique anticipée (tendance future).

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036723303340>

Tableau 1.5. La croissance demeure soutenue
Taux de croissance trimestriel du PIB en volume, en pourcentage¹

Taux de croissance trimestriel du PIB en volume, en pourcentage¹

	Observé				Estimé	
	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1	2007T2
États-Unis	1.4	0.6	0.5	0.6	0.3	0.7 (+/- 0.5)
Japon	0.8	0.3	0.1	1.2	0.6	0.5 (+/- 0.5)
Zone euro	0.8	1.0	0.6	0.9	0.6	0.7 (+/- 0.3)
Allemagne	0.8	1.2	0.8	1.0	0.5	0.7 (+/- 0.5)
France	0.7	0.9	0.1	0.5	0.5	0.7 (+/- 0.4)
Italie	0.8	0.6	0.3	1.1	0.2	0.5 (+/- 0.4)
Royaume-Uni	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7 (+/- 0.3)
Canada	0.9	0.0	0.5	0.4	0.9 (+/- 0.1)	0.9 (+/- 0.5)
7 grands pays de l'OCDE	1.1	0.6	0.4	0.8	0.4 (+/- 0.0)	0.7 (+/- 0.4)

1. Sur la base des données du PIB et d'indicateurs à haute fréquence publiés au 16 mai 2007. Corrigé des variations saisonnières et dans certains cas des jours ouvrés. Agrégation des sept plus grandes économies de l'OCDE sur la base des parités de pouvoir d'achat en 2000. Entre parenthèses figure l'intervalle correspondant à \pm un écart-type.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.



StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042314370607>

Tableau 1.6. **La demande se rééquilibre**Contributions aux variations du PIB, En pourcentage du PIB de la période précédente¹*Contributions aux variations du PIB, En pourcentage du PIB de la période précédente¹*

	2004	2005	2006	2007	2008
États-Unis					
Demande intérieure finale	4.2	3.8	3.1	2.0	2.4
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.6	0.7	0.8	0.3	0.5
Investissement résidentiel	0.5	0.4	-0.2	-0.8	-0.1
Consommation privée	2.7	2.5	2.3	2.2	1.7
Variation des stocks	0.4	-0.3	0.2	-0.2	0.0
Exportations nettes	-0.6	-0.2	0.0	0.3	0.0
PIB	3.9	3.2	3.3	2.1	2.5
Japon					
Demande intérieure finale	1.6	1.7	1.3	1.7	1.4
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.8	1.0	1.2	0.9	0.5
Investissement résidentiel	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Consommation privée	0.9	0.9	0.5	0.8	0.8
Variation des stocks	0.3	-0.1	0.1	-0.1	0.0
Exportations nettes	0.8	0.3	0.8	0.8	0.6
PIB	2.7	1.9	2.2	2.4	2.1
Zone euro					
Demande intérieure finale	1.5	1.7	2.6	2.4	2.3
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.3	0.4	0.7	0.7	0.5
Investissement résidentiel	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
Consommation privée	0.8	0.9	1.1	1.1	1.3
Variation des stocks	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
Exportations nettes	0.1	-0.3	0.3	0.3	0.0
PIB	1.8	1.5	2.8	2.7	2.3
OCDE					
Demande intérieure finale	3.1	3.0	3.1	2.5	2.5
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5
Investissement résidentiel	0.3	0.2	0.0	-0.2	0.0
Consommation privée	0.3	0.2	0.0	-0.2	0.0
Variation des stocks	0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0
Exportations nettes	-0.2	-0.2	0.1	0.3	0.1
PIB	3.2	2.6	3.2	2.7	2.7

1. Contributions calculées en utilisant des indices-chaîne pour les variations des stocks et les exportations nettes des États-Unis et du Japon.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042358118651>

demande intérieure se ralentissant, le déficit des opérations courantes se stabilisera probablement un peu au-dessus de 6 % du PIB (tableau 1.7).

**... tandis que la croissance
reste supérieure à son taux
potentiel dans la zone
euro...**

Pour la zone euro, on prévoit une croissance vigoureuse tout au long de 2007, supérieure d'environ ½ point au taux potentiel. La demande intérieure robuste devrait continuer d'étayer l'expansion tandis que le commerce extérieur stimulera également l'activité. On prévoit que la consommation privée aura une influence croissante, les ménages bénéficiant de la hausse des revenus disponibles et de nouvelles améliorations de la situation du marché du travail. La croissance va probablement se modérer quelque peu en 2008, car le resserrement monétaire pèsera sur l'activité. Ceci devrait se refléter dans un ralentissement de l'investissement des entreprises et surtout de l'investissement résidentiel.

Tableau 1.7. **La croissance du commerce mondial reste soutenue et les déséquilibres extérieurs se creusent**


	2004	2005	2006	2007	2008
Échanges de biens et services en volum					
Pourcentage de variation					
Commerce international ¹	10.8	7.7	9.6	7.5	8.3
<i>dont:</i> OCDE	8.6	6.0	8.4	5.4	6.7
ALENA	9.7	6.2	6.9	3.7	5.5
OCDE Asie-Pacifique	12.8	6.8	8.4	6.9	8.6
OCDE Europe	7.0	5.7	9.1	5.9	6.8
Non-OCDE Asie	18.0	12.1	12.9	12.2	12.0
Autre non-OCDE	12.8	10.4	10.9	10.9	10.3
Exportations de la zone OCDE	8.5	5.8	8.9	6.1	7.1
Importations de la zone OCDE	8.8	6.3	7.8	4.7	6.3
Prix du commerce extérieur²					
Exportations de la zone OCDE	9.0	3.5	3.3	5.9	1.6
Importations de la zone OCDE	9.0	4.9	4.7	5.3	1.9
Exportations de la zone non OCDE	10.5	9.5	6.4	3.5	2.3
Importations de la zone non OCDE	8.6	5.3	6.4	4.1	2.1
Balances des opérations courantes					
Pourcentage du PIB					
États-Unis	-5.7	-6.4	-6.5	-6.1	-6.2
Japon	3.7	3.7	3.9	4.8	5.4
Zone euro	1.1	0.3	0.1	0.4	0.4
OCDE	-1.1	-1.6	-1.9	-1.5	-1.5
Milliards de dollars					
États-Unis	-665	-792	-857	-842	-905
Japon	173	166	171	208	241
Zone euro	109	32	8	50	47
OCDE	-354	-564	-688	-609	-626
Non-OCDE	326	552	712	708	724
Monde	-29	-12	24	99	98

Note : Les agrégats régionaux incluent le commerce intra-régional.

1. Taux de croissance de la moyenne arithmétique des importations et exportations en volume.

2. Valeurs unitaires moyennes en dollars.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042364243286>

... ainsi qu'au Japon

Au Japon, le PIB continuera de croître à un taux de l'ordre de 2 % en 2007 et en 2008, soit environ ½ point de mieux que la croissance potentielle estimée. Tandis que les exportations vont vraisemblablement ralentir, sous l'effet d'une certaine modération de la demande de la Chine et des économies de l'Asie du Sud-Est, l'excédent courant du Japon devrait augmenter encore. On prévoit que l'investissement des entreprises continuera de progresser plus rapidement que la production; toutefois, au regard des autres pays, il se situe à un niveau élevé par rapport à la croissance tendancielle et va sans doute se modérer pour retrouver un rythme plus soutenable. La faible croissance des salaires réels ne permettra qu'un raffermissement progressif de la consommation privée. Mais les salaires réels devraient finir par se redresser, car on prévoit que les marchés du travail deviendront plus tendus.

Ailleurs, l'évolution est généralement positive

Au Royaume-Uni, la croissance restera proche de son taux potentiel d'environ 2½ à 2¾ pour cent, étayée par la vigueur de l'investissement et le dynamisme des exportations. Au Canada, l'activité devrait de nouveau

s'accélérer vivement pour avoisiner le taux de croissance potentiel, étant donné que la récente période de déstockage prend fin, que la demande d'exportations des États-Unis se renforce et que le marasme de la construction résidentielle au Canada même touche à son terme. La plupart des pays nordiques devraient afficher une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro, même si le rythme de l'activité est susceptible de redescendre vers le taux potentiel, après plusieurs années d'expansion supérieure à la tendance. Dans la plupart des pays de l'OCDE qui ont récemment adhéré à l'Union européenne, l'activité restera dynamique, à la faveur d'une croissance à deux chiffres des exportations et d'une vigoureuse demande interne.

Les marchés émergents continueront d'afficher une forte croissance

Ces deux prochaines années, l'économie chinoise continuera probablement d'afficher des taux de croissance de plus de 10 %, à peine inférieurs au taux observé en 2006. Tandis que la demande intérieure devrait s'accélérer, les exportations resteront vigoureuses et l'excédent commercial de la Chine va sans doute croître encore, aggravant les déséquilibres mondiaux de balance courante. En Inde, le resserrement des politiques monétaire et budgétaire devrait entraîner un ralentissement modéré de la croissance du PIB, qui reviendra à 8 % en 2008, tandis que les exportations continueront d'afficher des taux d'expansion à deux chiffres. En Russie, l'activité économique paraît aussi devoir se modérer quelque peu ces deux prochaines années, avec la dissipation de l'impulsion positive due à l'amélioration des termes de l'échange. Au Brésil, en revanche, le raffermissement de la demande interne devrait induire une accélération continue de l'activité globale.

Les pays d'Asie non membres de l'OCDE restent le principal moteur du commerce mondial

Les grandes économies de marché émergentes, en particulier en Asie, resteront les principaux moteurs des échanges mondiaux. Le commerce mondial conservera son dynamisme, tout en se modérant légèrement pour avoisiner les taux de croissance tendanciels observés depuis une décennie.

Enjeux de politique macroéconomique

Politique monétaire : enrayer les menaces sur la stabilité des prix

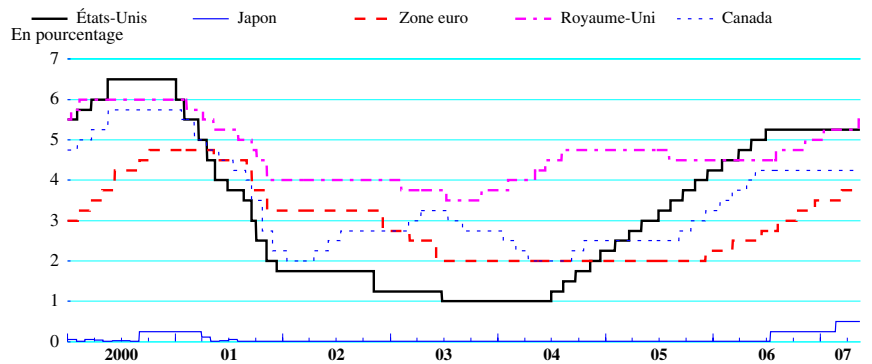
Les orientations de politique monétaire convergent

Les orientations des taux directeurs monétaires dans les grandes régions de la zone OCDE sont en train de converger car les décalages conjoncturels se réduisent, même si le Japon reste un cas à part (graphique 1.10).


L'inflation réagit moins aux pressions de la demande interne...

Les écarts de chômage étant résorbés ou en train de se réduire dans la plupart des pays de l'OCDE, l'évaluation des risques futurs pour l'inflation s'avère plus complexe du fait que l'inflation est apparemment devenue moins réactive aux pressions de la demande interne. Ce phénomène résulte en partie des améliorations apportées aux cadres de politique monétaire, mais il est sans doute lié à la mondialisation (pour

Graphique 1.10. Les taux directeurs sont remontés



Source : Réserve fédérale des États-Unis, Banque du Japon, Banque Centrale Européenne, Banque d'Angleterre, Banque du Canada.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036303514851>

une analyse plus détaillée se reporter au chapitre 3). Toutefois, cette sensibilité moins grande signifie également que, si l'inflation dépassait les niveaux souhaitables, pour la faire redescendre il faudrait supporter des coûts plus élevés en termes de pertes de production.

**... mais peut-être
davantage aux pressions de
la demande mondiale**

En même temps, certains éléments d'observation, s'ils ne sont pas entièrement concluants, semblent indiquer que le taux d'utilisation des capacités à l'échelle mondiale a pu devenir un moteur de plus en plus important de l'inflation interne dans de nombreux pays de l'OCDE²³. Pareille tendance pourrait résulter de l'intégration croissante du marché mondial, où les marchandises produites dans des pays différents sont de proches substituts les unes des autres. Tandis que les données concernant l'importance des effets de l'utilisation des capacités mondiales sur l'inflation intérieure sont aujourd'hui peu probantes, il semble bien que les risques de dérapage de l'inflation se trouvent accentués dans la conjoncture actuelle, alors que les écarts de production sont résorbés ou se résorbent simultanément dans un grand nombre de pays.

23. Selon des recherches récentes, l'écart de production mondial, mesuré de diverses manières, a des effets significatifs sur l'inflation intérieure dans des équations d'inflation estimées pour 16 pays industrialisés (plus la zone euro) au cours de la période 1985-2005 (voir Borio, C et A. Filardo (2006), « Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation », document non publié, Banque des règlements internationaux, Bâle, Suisse). Il apparaît que ces effets sont généralement plus prononcés que ceux des écarts de production intérieurs et qu'ils ont tendance à s'accroître avec le temps. En revanche, une autre étude constate qu'une variable complémentaire de l'écart de production mondial est conjointement non significative lorsqu'elle est utilisée pour compléter les équations d'inflation de différents pays de l'OCDE, et en conclut que l'écart de production mondial n'a pas d'incidence significative sur l'inflation intérieure des prix à la consommation indépendamment de l'effet lié aux prix à l'importation, même si cet effet est apparu important au regard du poids des importations dans les dépenses totales (voir Pain, N. I. Koske, et M. Sollie (2006), « Globalisation and Inflation in the OECD Economies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 524). Cela n'exclut pas toutefois que des effets se produisent par le biais de la formation des salaires intérieurs.

Aux États-Unis, le resserrement monétaire est achevé, mais l'inflation tendancielle reste forte

Aux États-Unis, l'inflation globale s'est considérablement modérée avec la baisse des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente est restée supérieure à 2 % (graphique 1.11). Selon les prévisions actuelles, la production passant d'un niveau légèrement supérieur à un niveau légèrement inférieur aux capacités, les pressions de la demande ne devraient pas exercer de forte influence sur l'inflation; de fait, l'inflation sous-jacente redescend progressivement vers 2 % à mesure que se dissipe l'impact de facteurs temporaires, en particulier les effets indirects de la hausse des prix de l'énergie et des coûts du logement.

L'incertitude entoure l'ajustement des loyers

La composante logement de l'inflation sous-jacente, qui comporte principalement les loyers effectifs et les loyers imputés des propriétaires-occupants, est non seulement l'un des éléments les plus importants de l'indice des prix à la consommation mais aussi l'un de ceux qui ont connu la hausse la plus rapide (plus de 4 % par an jusqu'à fin 2006)²⁴. La flambée récente des loyers reflète sans doute un déplacement de la demande vers le logement locatif, la hausse des prix des logements et des taux hypothécaires, conjuguée à des anticipations plus faibles de gains en capital, ayant rendu moins attractive l'accession à la propriété. Il devrait en résulter une offre accrue de logements locatifs et, partant, une pression réduite sur les loyers. Néanmoins, une incertitude considérable entoure la date de ces ajustements, d'autant que les loyers sont aujourd'hui proches de leur point bas historique par rapport aux prix des logements.

Le moment retenu pour un assouplissement monétaire doit dépendre d'une baisse de l'inflation sous-jacente

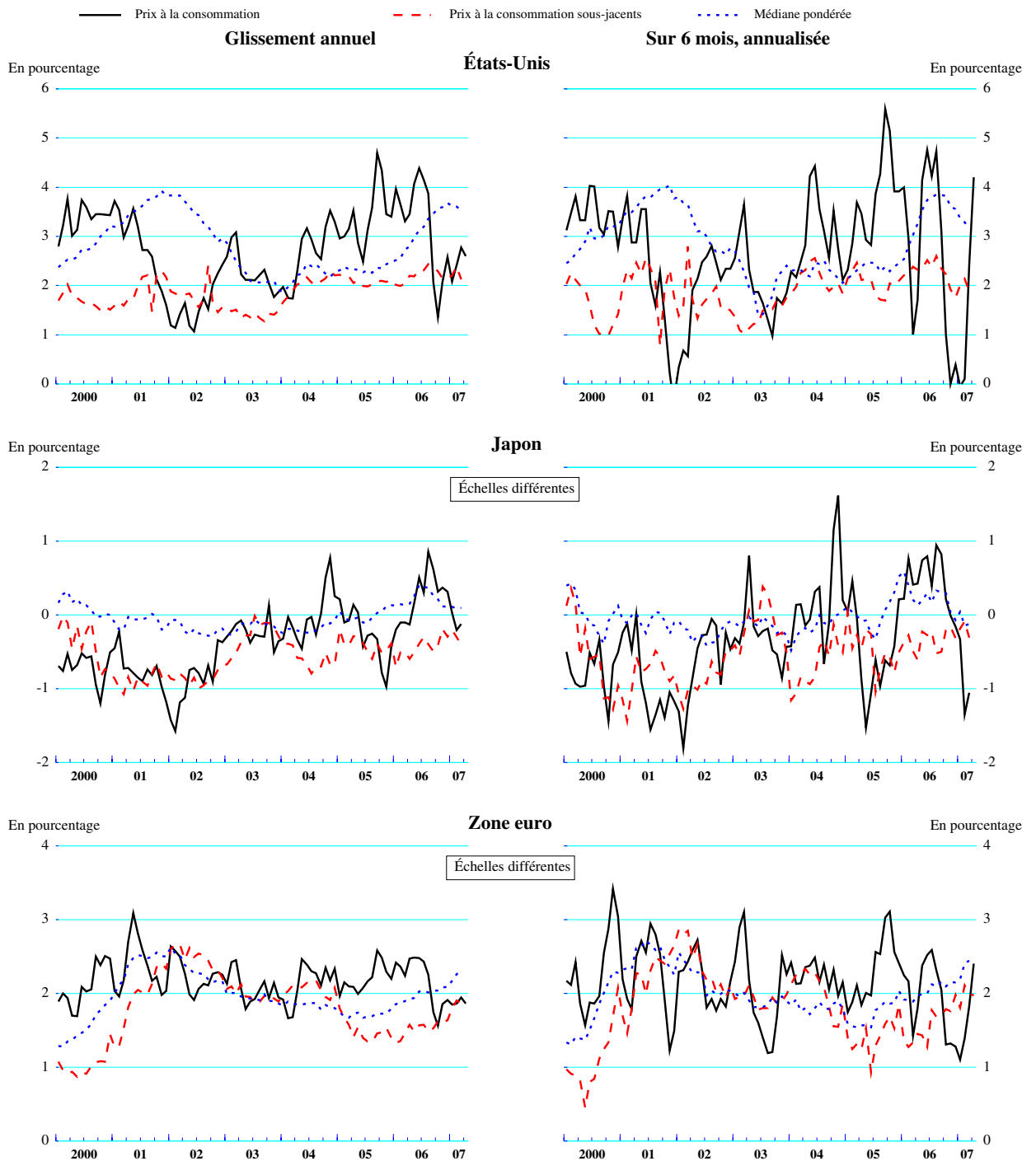
L'inflation sous-jacente retrouvant un niveau plus satisfaisant, un certain assouplissement des conditions monétaires, aujourd'hui légèrement restrictives, se révélera en fin de compte approprié. Toutefois, étant donné la nécessité de maintenir un ferme ancrage des anticipations d'inflation, avant de prendre des initiatives dans ce sens il convient d'attendre que les composantes temporaires de l'inflation sous-jacente soient clairement en train de se dissiper et que l'inflation sous-jacente s'inscrive sur une trajectoire de baisse. Cela ne sera peut-être pas le cas avant le début de 2008, et c'est alors qu'un assouplissement progressif de la politique monétaire pourrait être envisagé. En revanche, s'il apparaissait que le tassement du marché du logement engendre des difficultés accrues dans l'ensemble de l'économie, il faudrait avancer cet assouplissement.

Pour la zone euro, un nouveau resserrement s'impose

Dans la zone euro, l'inflation globale est descendue à un peu moins de 2 %, les pressions émanant des coûts de l'énergie s'étant atténuées. Toutefois, la forte expansion inattendue du PIB au second semestre 2006 a entamé les capacités disponibles plus rapidement qu'on ne le prévoyait

24. Les coûts de logement ont un poids d'environ 18 % et 38 % respectivement dans le déflateur tendanciel des dépenses des consommateurs et dans l'indice tendanciel des prix à la consommation. Si les coûts de logement étaient exclus de l'indice tendanciel des prix à la consommation, au dernier trimestre 2006 l'inflation tendancielle se trouverait réduite de plus d'un point de pourcentage et se serait réduite et non pas accrue au cours de l'année 2006.

Graphique 1.11. **L'inflation globale et sous-jacente convergent**



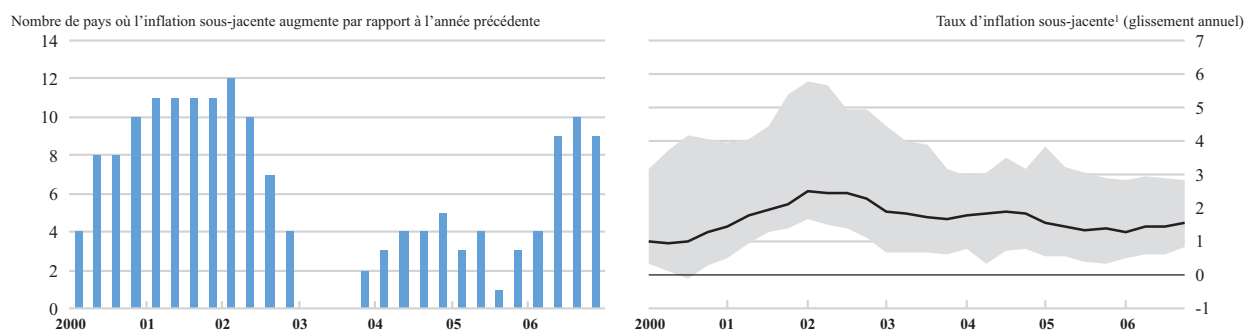
Note: Pour la zone euro, les prix à la consommation correspondent à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'inflation sous-jacente correspond à l'IPCH hors énergie et aliments non traités. Pour les États-Unis, les prix à la consommation correspondent à l'indice des prix à la consommation (IPC) et l'inflation sous-jacente correspond au déflateur de la consommation privée hors alimentation et énergie. La médiane pondérée est, chaque mois, l'élément central de la distribution des variations des composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC), c'est-à-dire celui qui laisse 50% des composantes (en termes de poids dans l'IPC) de chaque côté.

Source: OCDE, Principaux indicateurs économiques et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/036361004533>


auparavant, tandis que divers indicateurs de l'inflation sous-jacente s'inscrivent sur une trajectoire de hausse depuis un an ou plus. Cette résurgence de l'inflation dans l'ensemble de la zone n'a pas grand-chose à voir avec le relèvement du taux de la TVA en Allemagne au premier trimestre : comme on le prévoyait dans les précédentes *Perspectives économiques*, cet ajustement a eu un effet relativement faible, puisqu'il a accru l'inflation sous-jacente allemande en glissement annuel d'environ un point (et l'inflation de la zone euro d'environ 0.3 point). De fait, la reprise de l'inflation sous-jacente au cours de l'année écoulée a été observée dans la plupart des pays de la zone euro, et reflète très probablement l'action conjuguée des effets indirects de la hausse des prix de l'énergie et des pressions de la demande (graphique 1.12). La récente série de hausses des taux d'intérêt a largement éliminé l'accompagnement monétaire. Néanmoins, étant donné que la croissance est robuste, que l'excédent de capacités est presque résorbé et que des questions subsistent concernant les causes de la reprise de l'inflation sous-jacente, il serait peut-être prudent d'aller un peu au-delà d'une orientation neutre de la politique monétaire. En conséquence, les prévisions intègrent deux nouvelles augmentations de $\frac{1}{4}$ de point de pourcentage des taux directeurs cette année, afin de contrer les pressions de la demande en 2008. Cet ajustement, conjugué à une atténuation des pressions dues aux prix de l'énergie, devrait suffire pour maintenir l'inflation près de la barre des 2 %.

Graphique 1.12. **L'inflation est devenue plus synchronisée dans la zone euro**



1. La région grisée montre la fourchette de valeurs pour les différents pays. L'inflation sous-jacente est mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) hors énergie, alcool et tabac.

Source : Office statistique des Communautés européennes (Eurostat).

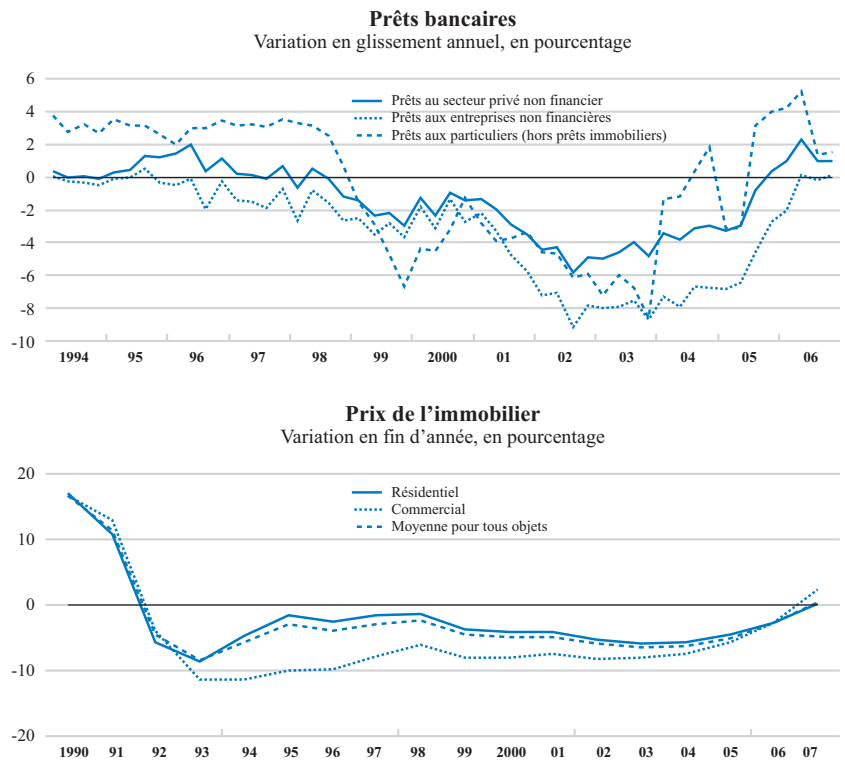
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036411511573>

Au Japon, il convient d'éviter tout resserrement prématuré

Au Japon, la déflation se prolonge. L'inflation globale et les mesures de tendance centrale de l'inflation sous-jacente sont proches de zéro, après avoir atteint des taux légèrement positifs au milieu de 2006, tandis que l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais et énergie) et la variation en glissement annuel de l'indice implicite des prix du PIB sont encore négatives. Toutefois, certains signes montrent que la période prolongée d'ajustement des bilans et d'assainissement financier touche sans doute à son terme, aussi peut-on penser qu'une sortie définitive de la déflation, sans être imminente, devrait être possible au cours de la

période examinée. Les banques accroissent de nouveau leurs concours (graphique 1.13, panneau supérieur), et les prix du foncier ont cessé de baisser dans certaines régions, notamment à Tokyo (graphique 1.13, panneau inférieur). Les prévisions de croissance et d'emploi prennent en compte l'absorption continue des capacités encore inutilisées. Dans ce contexte, en 2008 l'inflation devrait entrer dans la partie inférieure de la fourchette de 0-2 %, considérée par les membres du Conseil de politique économique de la Banque du Japon comme étant compatible avec la stabilité des prix. Néanmoins, étant donné les coûts asymétriques associés à la sortie de la déflation ainsi que les difficultés inhabituelles que pose l'évaluation du degré de sous-utilisation des capacités²⁵, avant de réduire encore la stimulation il convient d'attendre que ces évolutions se concrétisent, au lieu de les anticiper.

Graphique 1.13. **Les prêts bancaires et les prix de l'immobilier se sont récemment redressés au Japon**



Source : CEIC et Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036417845416>

25. Il apparaît qu'à des taux d'inflation très faibles ou négatifs, les salaires et prix nominaux deviennent moins réactifs aux excédents de capacité sur les marchés des produits et du travail, de sorte que l'inflation est alors un signal moins pertinent pour détecter les écarts de production et de chômage; voir Mourougane, A. et H. Ibaragi, « Is there a Change in the Trade-off Between Output and Inflation at Low or Stable Inflation Rates? Some Evidence in the Case of Japan », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 379, 2004.

**Au Royaume-Uni,
l'accroissement de
l'inflation a créé la surprise**

Au Royaume-Uni, pour la première fois depuis les dix ans qui ont suivi l'indépendance de la Banque d'Angleterre, la hausse des prix à la consommation a récemment dépassé l'objectif de 2 % de plus d'un point de pourcentage²⁶. Malgré des conditions monétaires déjà restrictives, un certain nombre de facteurs temporaires, en particulier les prix des services d'utilité publique, ont contribué au dérapage de l'inflation entraînant un nouveau relèvement du taux directeur de ¼ de point. Un tel resserrement semble justifié pour parer au risque de voir la poussée de l'inflation se propager dans les anticipations et les demandes d'augmentations salariales, même s'il doit s'inverser en 2008 lorsque l'inflation redescendra vers l'objectif.

**Les taux canadiens
devraient rester
stationnaires**

Au Canada, l'inflation sous-jacente s'est redressée à 2.5 % en glissement annuel, le taux le plus haut depuis quatre ans mais devrait revenir vers 2 %, le centre de la fourchette cible, sans nouvelle hausse des taux directeurs. Une faiblesse plus marquée que prévue de l'économie américaine représente le principal facteur risquant d'entraîner un assouplissement dans les mois qui viennent. Par ailleurs, si le redressement de l'inflation était plus marqué que prévu, il n'est pas non plus impossible qu'un relèvement des taux soit nécessaire.

**En Chine, une modification
du dosage des politiques est
souhaitable**

En Chine, un nouveau durcissement de la politique macroéconomique n'est pas nécessaire car l'inflation, abstraction faite des effets temporaires des prix alimentaires, demeure faible. Toutefois, il y a lieu de modifier le dosage des politiques monétaire et budgétaire ainsi que la composition des conditions monétaires. En particulier, le besoin pressant d'accroître les dépenses sociales pourrait induire un assouplissement de la politique budgétaire par rapport à ce qui est actuellement prévu. Cette stimulation devrait être compensée par un resserrement monétaire, mais à cet effet il faudrait accorder plus de poids à l'appréciation du taux de change effectif qu'aux mesures administratives visant le système bancaire, qui consistent par exemple à relever le taux des réserves obligatoires ou à contraindre les banques à acquérir des obligations à faible taux d'intérêt. Ce nouveau dosage des politiques aiderait à faire face au gonflement continu de l'excédent courant et à l'accumulation rapide de réserves, mais permettrait aussi d'améliorer l'efficacité du secteur bancaire.

26. Comme le prévoit le cadre de politique monétaire du Royaume-Uni, la hausse des prix à la consommation ayant dépassé de plus d'un point le taux de 2 % retenu comme objectif, le gouverneur de la Banque d'Angleterre a dû adresser au chancelier de l'Échiquier une lettre ouverte exposant les raisons pour lesquelles l'inflation s'est écartée de l'objectif de 2 % et les mesures correctrices que le Comité de politique monétaire met en œuvre. La lettre fait valoir que l'accélération de l'inflation à 3.1 % en mars par rapport au taux de 1.8 % observé un an plus tôt résulte pour moitié d'une forte hausse des prix intérieurs de l'énergie et des produits alimentaires, l'autre moitié étant due à une croissance dynamique qui a dopé les marges bénéficiaires. En avril, l'inflation mesurée par l'indice général des prix à la consommation est revenue à 2.8 %.

Politique budgétaire : les recettes exceptionnelles ne doivent pas faire oublier la nécessaire modération des dépenses

Les surplus de recettes en 2006 ont été enregistrés

Les positions budgétaires de la plupart des économies de l'OCDE ont bénéficié d'une forte progression inattendue des recettes en 2006 qui a contribué à un redressement des soldes structurels allant au-delà de l'action d'un éventuel durcissement discrétionnaire et de l'effet estimé du jeu normal des stabilisateurs automatiques. Le déficit structurel sous-jacent de la zone OCDE corrigé des variations cycliques a été ramené de 2¾ pour cent du PIB en 2005 à 2 % du PIB en 2006 (tableau 1.8). Les augmentations de recettes représentent pratiquement la totalité de l'amélioration du solde budgétaire corrigé des variations cycliques dans les trois grandes régions de l'OCDE.

Tableau 1.8. La consolidation budgétaire ne progresse pas

En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2004	2005	2006	2007	2008
États-Unis					
Solde effectif	-4.6	-3.7	-2.3	-2.7	-2.9
Solde corrigé des variations cycliques	-4.3	-3.6	-2.5	-2.8	-2.8
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-2.4	-1.6	-0.3	-0.6	-0.7
Engagements financiers bruts	61.8	62.2	61.5	62.4	63.2
Japon					
Solde effectif	-6.2	-6.4	-2.4	-2.7	-3.0
Solde sous-jacent ²	-7.4	-5.6	-4.3	-3.3	-3.0
Solde corrigé des variations cycliques ²	-6.7	-5.1	-4.1	-3.4	-3.2
Solde primaire corrigé des variations cycliques ²	-5.6	-4.3	-3.4	-2.6	-2.3
Engagements financiers bruts	167.1	177.3	179.3	179.0	178.4
Zone euro					
Solde effectif	-2.8	-2.4	-1.6	-1.0	-0.7
Solde sous-jacent ²	-3.2	-2.7	-1.5	-1.0	-0.8
Solde corrigé des variations cycliques ²	-2.5	-1.7	-0.9	-0.8	-0.8
Solde primaire corrigé des variations cycliques ²	0.2	0.8	1.5	1.6	1.7
Engagements financiers bruts	75.5	76.8	76.1	74.2	72.7
OCDE¹					
Solde effectif	-3.5	-2.9	-1.6	-1.6	-1.6
Solde sous-jacent ²	-3.7	-2.9	-1.8	-1.7	-1.6
Solde corrigé des variations cycliques ²	-3.5	-2.8	-1.9	-1.9	-1.9
Solde primaire corrigé des variations cycliques ²	-1.6	-0.9	-0.1	0.0	0.0
Engagements financiers bruts	75.6	77.5	77.1	76.8	76.5

Note : Les soldes effectifs sont en pourcentage du PIB nominal. Les soldes corrigés des variations cycliques sont exprimés en pourcentage du PIB potentiel. Les soldes primaires corrigés des variations cycliques sont les soldes corrigés des variations cycliques moins les paiements d'intérêts nets sur la dette.

1. Les chiffres pour l'OCDE ne comprennent pas le Mexique et la Turquie.

2. Ajustés pour enlever les effets de mesures fiscales exceptionnelles et temporaires.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042436245141>


Les recettes d'impôts sur les sociétés ont affiché une vigueur inattendue

Pour l'ensemble des années 2005 et 2006, on estime que dans chacune des grandes régions de l'OCDE près de la moitié des recettes supplémentaires ajustées des variations cycliques provenaient des impôts sur les sociétés (tableau 1.9), alors que cette source ne représente normalement que 5 à 10 % des recettes publiques totales. De fait, selon les estimations, en 2006 le produit des impôts sur les sociétés rapporté au PIB a atteint son niveau le plus élevé depuis dix ans au Japon, et depuis plus

Tableau 1.9. Contribution des impôts sur les sociétés à l'abondance récente des recettes

	États-Unis	Zone euro	Japon
Croissance, 2004-06, % en moyenne annuelle			
PIB nominal	6.3	4.0	0.9
Impôts sur les sociétés	26.1	16.5	16.7
Variation 2004-06, en points de pourcentage du PIB			
[1] Impôts sur les sociétés, corrigés des variations cycliques	1.0	0.6	1.0
[2] Recettes totales des administrations publiques, corrigées des variations cycliques	2.3	1.0	2.3
[1] en % de [2]	43%	56%	42%

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042458404252>

longtemps encore dans la zone euro et aux États-Unis. La vigueur persistante des bénéficiaires est un important facteur en cause, d'autant que les possibilités d'imputer sur les obligations fiscales courantes des pertes antérieures se sont peu à peu épuisées. Il est probable que la hausse des prix des actions et de l'immobilier a contribué au gonflement des recettes, compte tenu des impôts sur le revenu/le patrimoine frappant les gains en capital apparus dans les bilans des sociétés; selon des recherches récentes, les fluctuations des prix des actifs sont sans doute des variables explicatives plus importantes pour les impôts sur les sociétés et les impôts sur les transactions que pour les impôts sur les ménages et les impôts indirects²⁷. En outre, la hausse des prix des actifs donne sans doute un coup de fouet supplémentaire aux rentrées d'impôts sur les plus-values provenant des ménages (même si, en général, l'effet de la hausse des prix des logements est limité, car les plus-values sur la résidence principale sont exclues de l'assiette d'imposition dans la plupart des pays)²⁸. Les droits de timbre sur les transactions immobilières ont également grimpé en flèche dans certains pays, compte tenu de la

27. Selon des recherches récentes fondées sur des équations fiscales de forme réduite estimées pour les pays de la zone euro ainsi que pour un certain nombre d'autres pays européens et de grands pays de l'OCDE, les prix des actions et de l'immobilier ont des effets à court terme statistiquement significatifs sur les impôts sur les sociétés dans la moitié environ des 17 pays examinés, et l'élasticité moyenne à court terme des impôts sur les sociétés moyenne respectivement à ces deux actifs représente environ le triple de l'élasticité correspondante des impôts directs sur les ménages. Les équations estimées dénotent aussi une plus grande non-linéarité des impôts sur les sociétés par rapport à la base d'imposition principale; l'élasticité à court terme par rapport à la base d'imposition est très supérieure à l'unité pour les impôts sur les sociétés, alors qu'elle est proche de l'unité pour les impôts sur les ménages. Pour la zone euro, une hausse des prix des actifs contribue normalement à raison de quelque ½ pour cent du PIB au dynamisme des recettes. Voir Morris, R. et L. Schuknecht (2007), « Structural Balances and Revenue Windfalls: The Role of Asset Prices Revisited », *ECB Working Paper*, n° 737.

28. Voir l'encadré I.4 des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 80, décembre 2006.

flambée des prix des logements et d'un fort taux de rotation sur les marchés immobiliers. En outre, les pays qui sont de gros producteurs de produits de base (en particulier la Norvège, le Canada et l'Australie) ont récolté une manne fiscale grâce aux prix élevés de ces produits. Dans la mesure où les récents dépassements de recettes ont reflété l'augmentation exceptionnelle des bénéfices et la hausse des prix des actifs, ces gains imprévus risquent de se dissiper dans un proche avenir.

Les marges de manœuvre budgétaires doivent être restaurées

Dans ce contexte, les surprises budgétaires favorables de 2006 devraient servir de point de départ à une amélioration continue des finances publiques en 2007. Toutefois, il apparaît que le rythme de la consolidation budgétaire va s'essouffler dans de nombreux pays. Après deux années durant lesquelles le déficit structurel sous-jacent de la zone OCDE (corrigé des facteurs temporaires exceptionnels) est tombé de plus de 3½ pour cent à 2 % du PIB, celui-ci ne devrait enregistrer qu'une faible amélioration, pour atteindre 1¾ pour cent du PIB en 2007 et 2008²⁹. Dans la plupart des pays, en particulier les principaux (à l'exception notable du Canada), de nouveaux efforts sont également nécessaires pour réduire les déficits et rétablir ainsi les marges de manœuvre budgétaires, afin qu'il soit au moins possible de laisser jouer les stabilisateurs automatiques dans l'éventualité d'un ralentissement futur de l'activité. À l'heure actuelle, on compte trois pays de l'OCDE, dont le Japon, où le déficit budgétaire sous-jacent corrigé du cycle devrait dépasser 3 % du PIB au cours de la période examinée, tandis qu'aux États-Unis le déficit des administrations publiques devrait se creuser pour atteindre 2¾ pour cent du PIB en termes corrigés des influences conjoncturelles. Dans quatre autres pays de l'Union européenne (Italie, Royaume-Uni, Grèce et France), le déficit prévu, tout en restant inférieur à 3 % du PIB, dépasse largement les marges de sécurité qui seraient raisonnablement souhaitables pour respecter la limite de 3 % en cas de forte récession conjoncturelle³⁰.

29. Toutefois, étant donné que seules les mesures qui ont été adoptées sont incorporées dans les prévisions budgétaires, le degré d'ambition de l'assainissement budgétaire prévu en 2008 est peut-être sous-estimé.

30. Les marges de sécurité conjoncturelles ont été calculées par la Commission européenne à l'aide d'estimations nationales de la sensibilité cyclique des dépenses et des recettes, ces estimations étant appliquées à la moyenne des deux écarts de production les plus élevés enregistrés par chaque pays. La marge de sécurité moyenne estimée pour l'ensemble des pays de l'UE était de 1.9 % du PIB, ce qui signifie que, pour un pays moyen, un « étalon de référence minimal » serait un déficit d'environ 1 % du PIB, encore que, l'instabilité du cycle économique ayant apparemment diminué depuis la fin des années 90, une marge de sécurité un peu plus faible pourrait aujourd'hui être appropriée (voir Commission européenne 2000, *European Economy*, Direction générale des affaires économiques et financières, n° 3). D'autres recherches fondées sur un modèle VAR structurel ont montré que pour une majorité des 11 pays de l'UE étudiés, il serait nécessaire de viser un déficit corrigé des influences conjoncturelles qui ne dépasse pas 1½ pour cent du PIB pour faire en sorte que le ratio déficit effectif/PIB reste inférieur à 3 % sur un horizon de 3 ans avec un taux de probabilité de 90 %. Voir Dalsgaard, T. et A. De Serres (1999), « Estimating Prudent Budgetary Margins for Eleven EU Countries: A Simulated VAR Approach », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 216.

De nouvelles mesures s'imposent pour freiner les dépenses

Ce qui a clairement fait défaut ces dernières années, c'est un assainissement budgétaire soutenu réalisé en freinant les dépenses. Or, l'évolution passée des pays de l'OCDE sur plusieurs décennies tend à montrer qu'une réduction des dépenses courantes est associée à un assainissement budgétaire global de plus grande ampleur (pour une discussion plus détaillée se reporter au chapitre 4).

Aux États-Unis, un nouveau resserrement est nécessaire

Aux États-Unis, le déficit du budget fédéral a encore baissé au cours de l'exercice 2006 pour revenir à un peu moins de 2 % du PIB, si bien que l'objectif de l'Administration de le réduire de moitié (par rapport à un niveau de référence de 2004) a été atteint avec trois ans d'avance. Toutefois, comme l'économie tourne presque à plein régime, le déficit restant est d'ordre structurel. Selon les prévisions de l'OCDE, les pressions dues à la hausse des dépenses militaires, conjuguées à une modération de la croissance des recettes en parallèle avec le ralentissement de l'activité, induiront une dégradation des soldes budgétaires effectif et structurel en 2007. L'Administration s'est fixé un nouvel objectif budgétaire, qui est d'éliminer le déficit budgétaire fédéral d'ici à 2012. Pour y parvenir, il faudra maîtriser strictement les dépenses, et les données concernant des épisodes réussis d'assainissement des finances publiques dans un grand nombre de pays de l'OCDE conduisent à penser que des règles explicites en matière de dépenses pourraient s'avérer utiles à cet égard. Il faudrait rétablir les règles d'exécution du budget venues à expiration en 2002, en particulier le plafonnement statutaire des dépenses discrétionnaires et l'obligation de compenser les augmentations de dépenses obligatoires et les réductions d'impôts³¹. Étant donné que les grands programmes sociaux, en particulier dans les domaines des retraites et de la santé, sont la principale source de pression sur les dépenses, une réforme de ces programmes s'avère indispensable³².

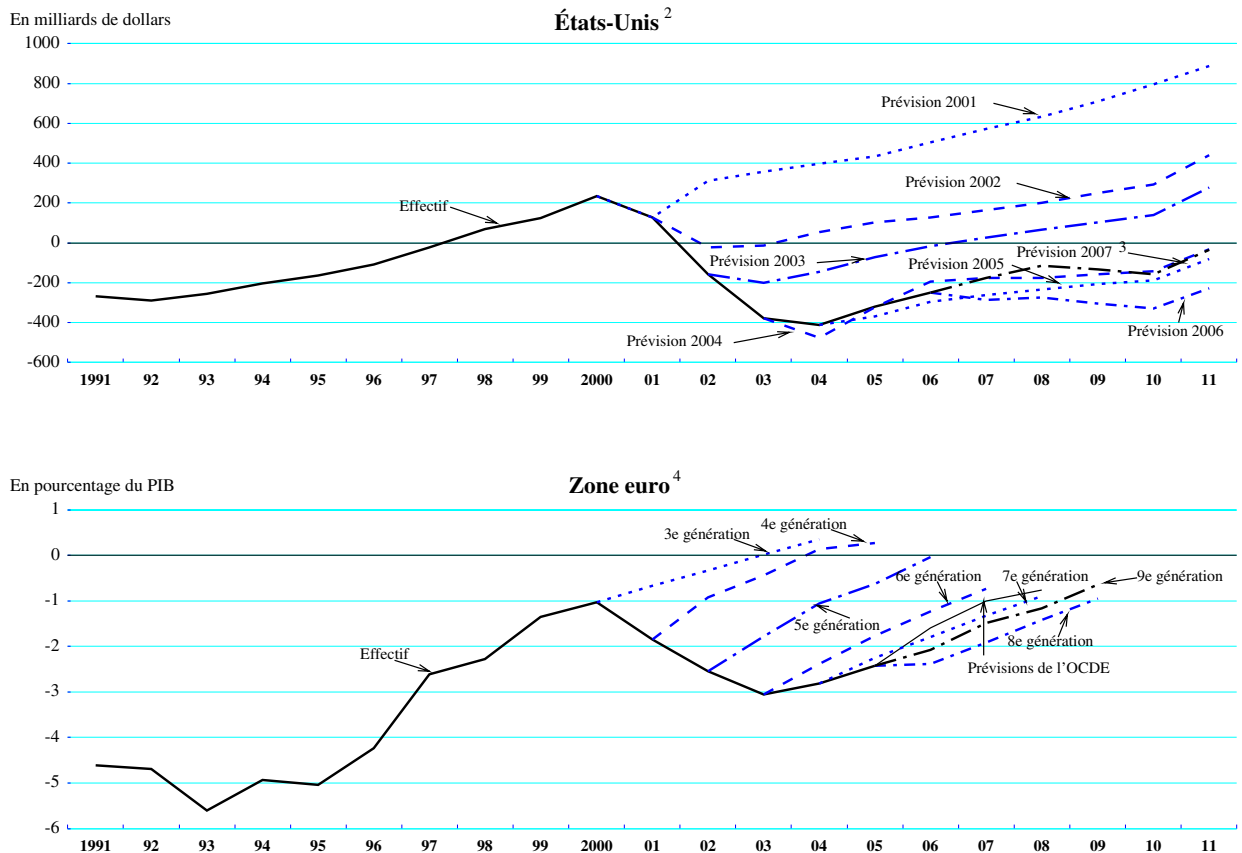
Dans la zone euro, l'assainissement est trop tributaire des mesures génératrices de recettes

De façon surprenante, dans la zone euro les résultats budgétaires de 2006 ont dépassé les objectifs officiels (graphique 1.14). Le déficit sous-jacent agrégé (corrigé des facteurs ponctuels) a probablement baissé encore que cette contraction soit attribuable pour un tiers à des facteurs conjoncturels et pour le reste essentiellement à la vigueur inexplicée des recettes. Les bons résultats budgétaires récents ont aussi contribué à la décision de mettre fin aux procédures de déficit excessif du Pacte de stabilité et de croissance à l'encontre de l'Allemagne, de la France et de la Grèce. Toutefois, cette progression devrait s'arrêter au cours de la période de

31. Après les récentes élections, la Chambre des représentants a adopté des règles budgétaires exigeant que toutes les nouvelles dépenses sociales ou réductions d'impôts soient compensées, c'est-à-dire neutres du point de vue budgétaire. Il s'agit de règles d'ordre interne, que la Chambre des représentants peut suspendre à tout moment (pour avoir valeur législative il faudrait qu'elles soient signées par le président). Au demeurant, la seconde Chambre (le Sénat) n'a pas adopté de règles de ce type.

32. Des pressions pourraient aussi se produire côté recettes, étant donné la nécessité largement reconnue de simplifier le système fiscal des États-Unis. L'un des moyens les plus simples d'y parvenir serait d'abolir l'« impôt minimum alternatif », mais le faire sans élargir la base du système d'imposition ordinaire ni introduire d'autres réformes compensatoires entraîneraient une perte notable de recettes.

Graphique 1.14. **Génération successive de prévisions budgétaires**
Solde financier des administrations publiques¹




1. Solde financier des administrations publiques, hors recettes des licences de téléphone mobile de la troisième génération.

2. Prévisions du Congressional Budget Office des États-Unis pour le solde du budget fédéral en années fiscales.

3. March 2007.

4. La 3e génération des programmes de stabilité a été publiée en 2000/2001, la 4e en 2001/2002, la 5e en 2002/2003, la 6e en 2003/2004, la 7e en 2004/2005, la 8e en 2005/2006 et la 9e en 2006/07.

Source : Congressional Budget Office des États-Unis, Office statistique des Communautés européennes (Eurostat) et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/036440587622>

prévision : le solde financier primaire corrigé des variations cycliques et des facteurs ponctuels de la zone euro ne s'améliorant qu'à peine en 2007 et 2008 et les dépenses primaires augmentant légèrement en proportion du PIB. La plus forte amélioration est attendue au Portugal, où le solde financier primaire corrigé des variations cycliques s'améliore de plus d'un point de pourcentage de PIB. Des améliorations plus réduites, comprises entre $\frac{1}{4}$ et $\frac{1}{2}$ point de pourcentage de PIB, sont prévues pour la France, l'Italie et la Grèce bien que, comme cela a déjà été souligné, dans tous ces pays de plus amples progrès soient nécessaires pour restaurer des marges de manœuvre budgétaires.

Le Japon devrait viser des niveaux d'endettement soutenables

Au Japon, à la suite des importantes améliorations du solde budgétaire sous-jacent (corrigé des mesures ponctuelles) qui se sont produites au cours des deux dernières années, essentiellement grâce à une forte hausse des recettes fiscales, une nouvelle amélioration substantielle est attendue en 2007. Cependant, le rythme sous-jacent de l'assainissement pourrait ralentir en 2008, le déficit primaire corrigé des variations cycliques atteignant

encore 2¼ pour cent du PIB. Ainsi donc, la réalisation de l'objectif budgétaire à moyen terme d'un excédent primaire du budget combiné de l'administration centrale et des collectivités locales pour l'exercice fiscal 2011 supposera de nouveaux efforts d'assainissement substantiels et soutenus comportant des mesures pour dynamiser les recettes fiscales, car les pressions sur les dépenses liées au vieillissement de la population y seront plus pressantes que dans les autres pays de l'OCDE. Même la réalisation de cet objectif risque d'être insuffisante pour enrayer l'augmentation du ratio dette sur PIB³³.

Des réformes s'imposent pour contenir la poussée des dépenses due au vieillissement


Dans une optique à plus long terme, des réformes structurelles s'imposent d'urgence dans la plupart des pays de l'OCDE, en particulier pour contenir les dépenses futures des systèmes de retraite, de santé et de soins de longue durée liées au vieillissement rapide des populations,

Tableau 1.10. **Accroissement des dépenses dû au vieillissement**

À partir des niveaux de 2005, en points de pourcentage du PIB

	Soins de santé		Soins de longue durée		Retraites		Total		Augmentation cumulée de la dette publique par rapport au PIB 2005-2050
	2025	2050	2025	2050	2025	2050	2025	2050	
Australie	1.8	4.2	0.5	2.0	1.0	1.7	3.3	7.9	176
Autriche	1.5	3.8	0.6	2.0	0.1	-1.0	2.2	4.8	111
Belgique	1.3	3.3	0.6	1.9	3.0	5.1	4.8	10.3	241
Canada	1.9	4.1	0.6	2.1	0.8	1.7	3.3	7.9	176
Danemark	1.5	3.5	0.4	1.5	2.5	3.2	4.3	8.2	203
Finlande	1.8	3.6	0.8	2.4	2.8	3.3	5.4	9.3	241
France	1.5	3.5	0.4	1.7	1.2	2.1	3.1	7.3	164
Allemagne	1.5	3.6	0.8	1.9	0.2	2.0	2.5	7.5	153
Grèce	1.6	3.9	1.3	2.7	4.6	10.3	7.5	16.8	386
Irlande	1.6	4.0	1.5	3.8	2.5	6.5	5.6	14.4	312
Italie	1.6	3.8	1.3	2.9	0.2	0.4	3.1	7.0	160
Japon	1.9	4.3	1.1	2.2	0.3	0.6	3.4	7.1	168
Luxembourg	1.4	3.7	1.3	3.1	3.7	7.4	6.3	14.3	326
Pays-Bas	1.7	3.8	0.7	2.0	2.0	3.8	4.4	9.6	223
Nouvelle-Zélande	1.8	4.3	0.6	2.0	3.2	5.9	5.7	12.0	283
Portugal	1.6	4.2	0.6	2.0	3.9	9.3	6.1	15.5	338
Espagne	1.6	4.1	1.1	2.4	1.8	7.0	4.5	13.5	276
Suède	1.4	3.2	0.3	1.1	0.1	0.8	1.8	5.1	106
Royaume-Uni	1.4	3.6	0.6	1.9	0.7	1.7	2.8	7.2	156
États-Unis	1.5	3.4	0.4	1.7	0.9	1.8	2.9	7.0	156
Zone euro	1.5	3.7	0.9	2.2	1.1	3.0	3.5	8.9	194

Sources: OCDE (2006), "Projecting OECD Health and Long-term Care Expenditures: What Are the Main Drivers?", *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 477, Paris; Visco, I. (ed.) (2005), "Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies", in *Financial Market Trends*, Supplément de novembre 2005, OCDE, Paris; Comité de politique économique de l'Union européenne (2006), *Impact of Ageing Populations on Public Spending*, Commission européenne, Bruxelles; Dang, T.-T., P. Antolin et H. Oxley (2001), "Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending", *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 305, Paris; et Ministère grec des finances (2005), *The 2005 Update of the Hellenic Stability and Growth Program 2005-2008*, Athènes.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042476340636>

33. Selon l'analyse développée dans l'*Étude économique de l'OCDE sur le Japon* parue en 2006, un excédent primaire compris entre ½ et 1½ pour cent du PIB en 2011 sera nécessaire pour stabiliser la dette nette.

comme cela est indiqué plus en détail dans l'appendice 1.A1. En l'absence de ces réformes, les pressions cumulées des dépenses émanant des retraites et du système de santé menaceraient d'entraîner la dette sur une trajectoire explosive (tableau 1.10), à moins que le ratio impôts/PIB ne soit très sensiblement augmenté, ce qui risquerait alors de compromettre la croissance. Certes, ces extrapolations mécaniques sont peu plausibles, mais elles montrent que la question n'est pas de savoir si un nouvel assainissement budgétaire est indispensable, mais *quand* et *comment* il peut être réalisé de façon optimale.

APPENDICE 1.A1

Actions envisageables pour enrayer les pressions futures sur les dépenses publiques

Cet appendice examine les défis associés au vieillissement et à la santé

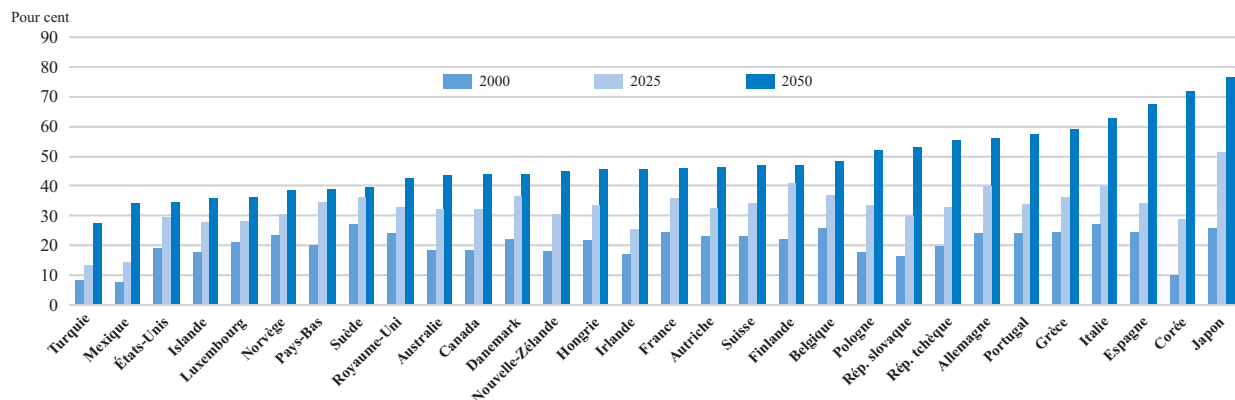
En dépit d'améliorations notables des situations budgétaires ces deux dernières années, les ajustements des politiques doivent être beaucoup plus ambitieux, compte tenu des pressions budgétaires futures résultant du vieillissement démographique ainsi que d'autres moteurs des dépenses publiques, en particulier dans le secteur de la santé. Cet appendice passe en revue les défis futurs associés aux dépenses publiques de retraite et de santé puis examine les actions envisageables pour y faire face – en distinguant les non-solutions des véritables options.

Les enjeux

Les pressions financières dues au vieillissement vont augmenter

Au cours des prochaines décennies, les pressions budgétaires dues au vieillissement démographique se manifesteront dans toutes les grandes économies – mais à des degrés variables. Le taux de dépendance des personnes âgées va croître spectaculairement au Japon et en Italie, considérablement en France, au Canada, en Allemagne et au Royaume-Uni, et visiblement aux États-Unis (graphique 1.15). Ailleurs, la République

Graphique 1.15. **Taux de dépendance des personnes âgées**
Population âgée de 65 ans et plus en pourcentage de la population âgée de 15 à 64 ans



Source : OCDE, sur la base de sources nationales.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/054853455526>

tchèque, le Portugal, la Grèce, l'Espagne et la Corée connaîtront aussi une hausse spectaculaire des taux de dépendance. Ces évolutions budgétaires pourraient être même plus prononcées – les hypothèses démographiques courantes impliquent un net ralentissement de l'allongement de l'espérance de vie par rapport aux tendances du siècle dernier.

Des réformes ont été mises en place...

Les réformes mises en œuvre depuis une ou deux décennies ont contribué quelque peu à désamorcer la bombe démographique. La tendance antérieure à partir de plus en plus tôt à la retraite a été partiellement inversée. Les niveaux des retraites publiques et d'autres transferts aux personnes âgées se sont inscrits sur une trajectoire à la baisse par rapport aux revenus d'activité. Et l'emploi a augmenté dans les classes d'âge actif traditionnelles.

...mais d'autres sont nécessaires

Cependant, ces réformes ne sont pas allées assez loin. Parmi les grandes économies, aux États-Unis les prévisions officielles font état d'une hausse des dépenses de sécurité sociale d'environ 2 points de PIB d'ici le milieu du siècle. Au Canada, les dépenses de retraite pourraient augmenter d'environ 2½ points de PIB à l'horizon 2040. Des estimations récentes de l'Union européenne prévoient une progression comparable des dépenses publiques de retraite en France, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni. Et cela, même en supposant une application intégrale des décisions récentes qui entraîneront de fortes baisses des niveaux relatifs des retraites ainsi qu'une réduction de la couverture – or, ces réformes ont été contestées et pourraient même être annulées dans l'avenir.

La santé et les soins de longue durée exerceront de fortes pressions...

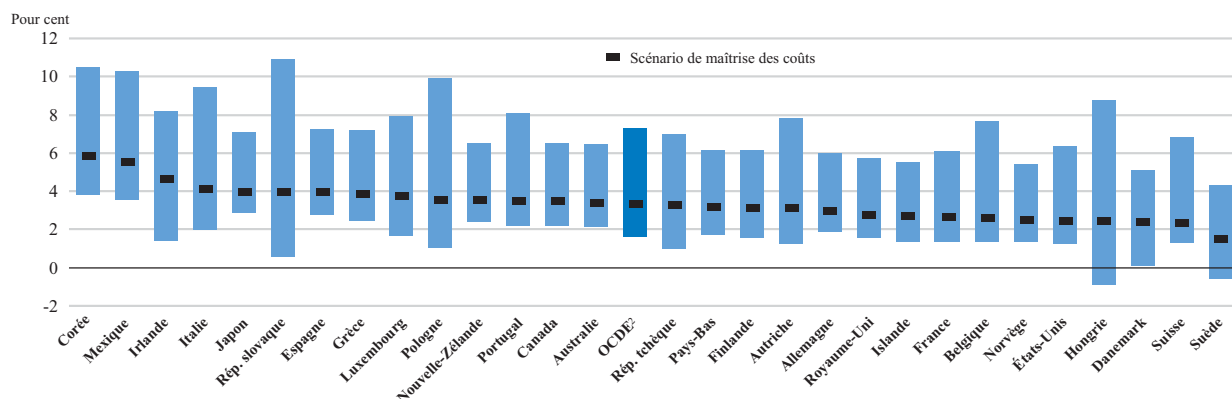
Les dépenses publiques de santé et de soins de longue durée induiront sans doute des pressions budgétaires futures plus fortes que les dépenses de retraite. Contrairement à ce qui est le cas pour les retraites, le vieillissement démographique n'est pas le seul déterminant majeur des dépenses futures de santé et de soins de longue durée – en partie parce que l'allongement de l'espérance de vie sera sans doute compensé par une augmentation du nombre d'années en bonne santé. Parmi les autres paramètres importants des dépenses de santé, il convient de citer la tendance des prix relatifs des services à augmenter et le rôle de l'innovation dans l'amélioration de l'éventail et de la qualité des traitements disponibles. De plus, la modification des structures familiales et, surtout, la tendance à la hausse du taux d'activité des femmes et des personnes âgées, devraient accroître la demande de soins de longue durée professionnels, par opposition aux soins dispensés par la famille.

... comme cela transparaît dans les prévisions de l'OCDE

Compte tenu de ces facteurs, les prévisions de l'OCDE indiquent que les dépenses de santé et de soins de longue durée engendrent de fortes pressions budgétaires (graphique 1.16). Étant donné l'ampleur des incertitudes dans ce domaine, une série de scénarios ont été explorés. Toutefois, même dans un scénario de maîtrise des coûts où les politiques deviennent progressivement plus efficaces pour infléchir les coûts qu'elles ne l'ont été ces dernières décennies, la plupart des pays

Graphique 1.16. **Accroissement total des dépenses au titre des soins de santé et de longue durée par pays, 2005-2050¹**


En points de pourcentage du PIB



1. Les barres verticales indiquent la fourchette de variation des résultats en fonction des différents scénarios. Les pays sont classés en fonction de l'accroissement des dépenses entre 2005 et 2050 dans le scénario de maîtrise des coûts.

2. Moyenne de l'OCDE moins la Turquie.

Source: «Projecting OECD health and long-term care expenditures: What are the main drivers?» Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 477, 2006.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/054888481033>

pourraient connaître une augmentation des dépenses publiques comprise entre 2½ et 4 points de pourcentage de PIB.

Quelques non-solutions

Parmi les mesures qui risquent de s'avérer inefficaces pour réduire les pressions financières on peut citer...

Certaines approches stratégiques sont susceptibles d'être plus efficaces que d'autres pour faire face aux pressions budgétaires futures. Bien qu'elles soient souvent préconisées, les actions suivantes ne sont pas particulièrement efficaces – même si elles peuvent bien entendu s'avérer souhaitables pour d'autres raisons.

... un assouplissement des contrôles d'immigration...

- Un assouplissement des contrôles d'immigration pourrait permettre un afflux de personnes relativement jeunes. À court terme, ces immigrants pourraient contribuer positivement aux budgets – à condition d'obtenir un emploi, ce qui dépend largement des politiques du travail et des politiques sociales. À plus long terme, toutefois, les immigrants eux-mêmes vieilliront et bénéficieront des dépenses de retraite, de santé et de soins de longue durée. Un rajeunissement durable de la pyramide des âges exigerait des niveaux d'immigration sans précédent dans la plupart des pays, alors que les débats actuels semblent indiquer que l'immigration est moins acceptée par les populations.

... un accroissement de la fécondité...

- Un accroissement de la fécondité pourrait en principe réduire le taux de dépendance des personnes âgées dans le long terme, même si, à très court terme, une augmentation du nombre d'enfants gonflerait les dépenses pour l'éducation, les structures d'accueil, etc. Cela dit, les déterminants de la fécondité sont très mal connus. S'il semble bien que les incitations économiques jouent un rôle à cet égard, des mesures visant à faire jouer ces incitations entraîneraient sans doute de fortes dépenses budgétaires immédiates, pour des retombées à long terme incertaines.

... dégager des excédents publics exagérément importants...

- L'augmentation continue de la dette publique dans de nombreux pays est une façon particulièrement mauvaise de se préparer aux tensions budgétaires futures, et il faut donc y mettre fin. Cependant, agir en sens inverse et accumuler de l'épargne pour financer les charges futures peut aussi être une source de difficultés. Il se pourrait bien que les excédents publics suscitent des demandes inconsidérées d'accroissement des dépenses ou de réduction des impôts. Au demeurant, on peut estimer qu'il n'est pas juste de demander aux générations actives actuelles d'épargner en vue de financer les dépenses de retraite, de santé et de soins de longue durée des générations futures, qui seront beaucoup plus prospères³⁴.

... et accroître la croissance de la productivité globale...

- Une croissance plus forte de la productivité est manifestement tout à fait opportune car elle génère des revenus réels plus élevés. Les politiques publiques devraient donc viser à offrir un cadre approprié pour stimuler la productivité. Toutefois, l'accélération de la productivité pourrait n'avoir guère d'incidence sur les budgets publics. Les salaires du secteur public et la plupart des transferts de revenu devraient croître en parallèle avec la hausse des salaires réels du secteur privé. Même dans les pays où les retraites et les autres transferts sont formellement indexés sur les prix et non sur les salaires, la baisse relative qui en résulterait pourrait bien prêter à controverse. En tout état de cause, la croissance de la productivité dépend de nombreux facteurs et s'avère malaisée à prévoir; il est donc risqué de tabler sur les gains de productivité pour atténuer la pression des dépenses.

Options de réforme

Réformer les systèmes de retraite et de soins de santé est impératif

La pression fiscale ayant été atteint le « seuil de la douleur » dans la plupart des pays, il n'y a guère d'autre solution que d'engager de nouvelles réformes visant les systèmes de retraite ainsi que les dépenses de santé et de soins de longue durée. S'agissant des dépenses de retraite, deux orientations revêtent sans doute une importance particulière : retarder la cessation d'activité et accroître les revenus de retraite de source privée.

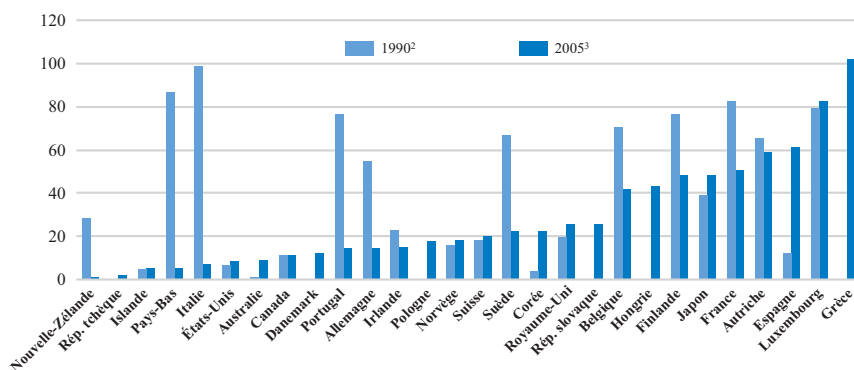
Les incitations au départ à la retraite anticipé ont été réduites

Les autorités ont déjà pris des mesures pour réduire les incitations au départ en retraite anticipé, mais celles-ci restent fortes dans plusieurs pays (France, Autriche, Luxembourg, Espagne et Grèce) (graphique 1.17). L'âge légal de la retraite a été relevé, les taux d'accumulation des droits à la retraite ont été ajustés, les programmes de retraite anticipée ont été durcis ou supprimés et les dispositions spéciales en faveur des chômeurs âgés ont été abolies. Certains pays sont allés plus loin et ont instauré un

34. Bien que toujours confrontés au défi de maintenir la discipline budgétaire, les pays qui exploitent des ressources non renouvelables n'ont d'autres alternatives que d'épargner les revenus procurés par ces ressources, s'ils souhaitent maintenir l'équilibre intergénérationnel.

Graphique 1.17. Impôt implicite sur la poursuite de l'activité : retraite anticipée¹

En pourcentage du salaire de l'ouvrier moyen



1. Impôt implicite moyen sur la poursuite de l'activité dans le cadre d'une retraite anticipée, pour un ouvrier moyen. L'impôt implicite se réfère aux transferts ou revenus de pensions non-réalisés du fait de rester actif par rapport aux revenus liés au travail.
2. Les données se réfèrent à 1995 pour la Belgique, l'Islande, le Japon et le Luxembourg. Les données ne sont pas disponibles pour la République tchèque, le Danemark, la Grèce, la Hongrie et la Pologne.
3. Les chiffres se réfèrent à l'impôt implicite qui s'appliquera une fois que les politiques annoncées seront complètement mises en place.

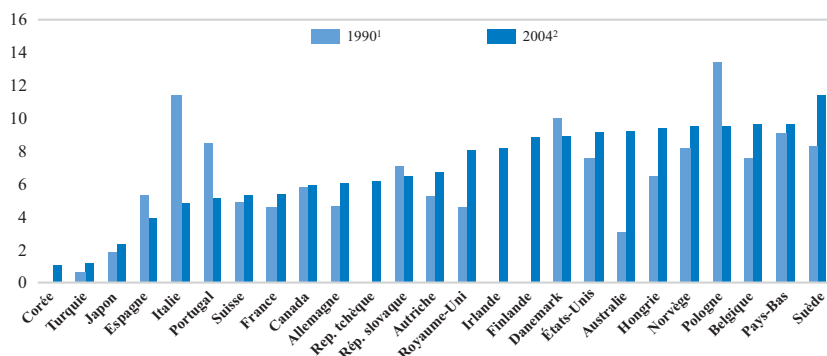
Source : Estimations de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/055017844274>

ajustement automatique des régimes de retraite en indexant les pensions sur l'espérance de vie. En outre, quelques pays ont élargi les possibilités pour les individus de moduler les niveaux des retraites moyennant un ajustement de l'âge de la retraite, dans un contexte de neutralité actuarielle. Les pays qui ont besoin d'aller plus loin peuvent s'inspirer des initiatives récentes très diverses qui ont été prises par d'autres. Les prestations d'invalidité font exception à cet égard : dans ce secteur, les politiques n'ont guère évolué jusqu'ici et la pression des dépenses semble croître du fait que les autres voies de sortie du marché du travail sont bloquées (graphique 1.18).

Graphique 1.18. Bénéficiaires de prestations d'invalidité

En pourcentage de la population sans emploi en âge de travailler et bénéficiant de prestations d'invalidité



1. Pour l'Autriche, la Pologne, la République slovaque, la Suisse et le Japon, les données se réfèrent à 1995. Les données ne sont pas disponibles pour la République tchèque, la Finlande, l'Irlande et la Corée.
2. Pour la République tchèque, la France, l'Allemagne et l'Italie les données se réfèrent à 2004. Pour le Canada elles se réfèrent à 1999.

Source : OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/055018504461>

Le recours à des systèmes de retraite privés ne doit pas remettre en cause la réduction de la pauvreté

L'une des réussites majeures des systèmes publics de retraite a été la forte réduction de la pauvreté pendant la vieillesse. Le recours accru à l'épargne-retraite privée ne devrait pas remettre en cause ce résultat. Les données internationales sont rassurantes à cet égard, car elles montrent qu'une baisse des retraites publiques tend à s'accompagner d'une augmentation des revenus de retraite privés. On peut donc penser que, s'ils disposent d'un délai suffisant, la plupart des individus réagissent à la réduction des retraites publiques par un accroissement de l'épargne-retraite privée. Néanmoins, il peut s'avérer difficile de mettre en place les incitations appropriées. Les retraites publiques fondées sur les besoins peuvent atténuer les inquiétudes relatives à la pauvreté mais risquent de miner les incitations à l'épargne-retraite privée. L'efficacité des allègements fiscaux pour stimuler ce type d'épargne est pour le moins discutable, et ces mesures peuvent aussi avoir des effets redistributifs contestables³⁵. Cependant, rares sont jusqu'ici les pays qui sont allés jusqu'à rendre l'épargne-retraite obligatoire de manière à surmonter les problèmes d'équité tout en développant les régimes de retraite privés. Une initiative dans cette voie, qui pourrait aussi remédier à l'imprévoyance des individus, consisterait à fonder les régimes de retraite professionnels sur le principe de l'affiliation automatique, mais avec une option de non-participation³⁶.

L'épargne-retraite privée doit être encouragée

En dépit des données internationales dénotant un processus de substitution entre retraites privées et retraites publiques, l'épargne-retraite privée a été lente à réagir dans plusieurs des pays qui ont réduit les niveaux des retraites futures. Un certain nombre de réformes spécifiques sont susceptibles d'augmenter la réactivité de l'épargne-retraite privée. Indépendamment des efforts déployés pour améliorer la culture financière des individus³⁷, une réforme des réglementations trop restrictives applicables aux placements pourrait contribuer à accroître les rendements. En même temps, la confiance dans les normes prudentielles demeure cruciale. Un problème particulier a trait à l'incertitude entourant l'espérance de vie, à la fois au niveau individuel et au niveau global. Au

35. Des travaux récents de l'OCDE donnent une estimation des allègements fiscaux en faveur de l'épargne-retraite et de leur coût budgétaire net pour un grand nombre de pays de l'OCDE (Yoo, K.-Y. et A. de Serres (2004), « Tax Treatment of Private Pension Savings in OECD Countries and the Net Tax Cost per Unit of Contribution to Tax-Favoured Schemes », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 406; Antolin, P., A. De Serres, C. de la Maisonnette (2004), « Long-Term Budgetary Implications of Tax-Favoured Retirement Plans », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 393).

36. À titre d'exemple, le programme « KiwiSaver », qui sera bientôt mis en place en Nouvelle-Zélande, a pour but d'encourager la participation à des régimes volontaires d'épargne en entreprise grâce à une affiliation automatique des nouveaux salariés. Pour plus de détails, voir OCDE (2007), *Études économiques de l'OCDE : Nouvelle-Zélande*.

37. Une analyse d'enquêtes sur la culture financière réalisées dans les pays de l'OCDE, accompagnée d'évaluations des politiques visant à améliorer l'éducation et la sensibilisation à la finance, est présentée dans OCDE (2005), *Pour une meilleure éducation financière : Enjeux et initiatives*, OCDE, Paris.

niveau de l'individu, la fixation du montant des retraites reflète souvent des problèmes d'antisélection qui pourraient être résolus par une approche plus collective. Au niveau global, les responsables du financement des plans de retraite disposent parfois d'informations officielles insuffisantes concernant l'évolution de la mortalité et manquent d'instruments pour couvrir les risques associés à l'espérance de vie globale.

La santé et les soins de longue durée constituent des défis encore plus importants...

En ce qui concerne les retraites, les principaux paramètres affectés par les réformes visant à maîtriser les dépenses futures sont relativement identifiés. Ceci est moins vrai dans le domaine de la santé et des soins de longue durée, alors même que les pressions sur les dépenses semblent plus fortes. Le secteur des soins de santé et de longue durée est particulièrement délicat à réformer, non seulement parce que les considérations d'équité y sont importantes, mais aussi parce que les problèmes généralisés d'asymétrie de l'information rendent plus difficile la mise en œuvre de solutions de marché. Ces défis ne sont pas une raison pour abandonner le contrôle des dépenses. Couronner ces efforts de succès permettra d'éviter qu'une dérive des dépenses de santé et de soins de longue durée ne conduise à de nouveaux besoins de réforme compensatoire dans d'autres domaines, tels que les retraites.

...en particulier si l'on veut maîtriser les coûts tout en favorisant l'innovation

Dans le passé, les pays dotés de systèmes de santé à structure descendante gérés principalement par les pouvoirs publics ont eu recours à des contrôles directs des salaires, des prix et/ou des enveloppes budgétaires pour maîtriser les coûts. Mais de l'avis général, ces politiques ont fait leur temps. Les pays dotés de systèmes plus décentralisés ont évité certains des problèmes liés à un contrôle central des coûts, mais ils ont généralement enregistré une montée plus rapide des dépenses. À terme, une question majeure sera sans doute celle de l'équilibre approprié entre la prestation publique et la prestation privée de services, dans le respect des objectifs nationaux en matière de couverture de la population et d'équité. S'agissant des services financés par l'État, le progrès de la technologie médicale sera probablement l'un des principaux moteurs de la dépense, d'où la nécessité de mettre au point des systèmes qui mettent l'accent sur la rentabilité des nouveaux traitements. Plus généralement, les régimes devraient être conçus de façon à promouvoir la prestation efficace de soins de santé et de longue durée, ce qui implique probablement le recours aux mécanismes de marché, mais dans un cadre qui permette de pallier les déficiences des marchés. En somme, aucun pays ne semble détenir la recette idéale pour la prestation viable de soins de santé et de longue durée de qualité satisfaisante, moyennant une dépense raisonnable; aussi, la mise à profit des expériences de chacun constituera-t-elle un élément majeur de l'élaboration des politiques dans les années à venir.

APPENDICE 1.A2

Le scénario de référence à moyen terme

Le potentiel dans l'ensemble de la zone devrait diminuer légèrement

Le scénario de référence à moyen terme (tableaux 1.11 à 1.13) prolonge jusqu'à la fin de 2013, dans l'optique de l'offre³⁸, les prévisions actuelles à court terme, sur la base d'un ensemble d'hypothèses décrites dans l'encadré 1.4. Il s'agit d'établir un repère et d'avoir une idée des déséquilibres et des tensions qui pourraient s'accumuler ou se résorber à moyen terme dans l'économie mondiale, notamment pour les déséquilibres mondiaux et les déficits publics. La croissance de la production pour les différents pays au-delà de 2008 est censée refléter la croissance de la production potentielle et la résorption de l'écart de production. Au cours de la période considérée, la croissance potentielle pour la zone de l'OCDE dans son ensemble devrait se ralentir légèrement à un peu moins de 2½ pour cent par an en 2013. Cela est dû à un ralentissement de la croissance de la population d'âge actif et à une évolution des taux d'activité qui ne sont pas totalement compensés par une accélération de la croissance de la productivité tendancielle du travail.

L'inflation reste faible, mais le déficit budgétaire persiste dans les grandes économies

L'activité dans l'ensemble de la zone de l'OCDE devant atteindre son niveau potentiel en 2008, la croissance du PIB les années suivantes demeure proche de 2½ pour cent par an, avec certaines disparités régionales (voir ci-après). Le chômage dans l'ensemble de la zone se maintient à un taux structurel de 5½ pour cent et, les prix du pétrole étant censés rester stables à 65 dollars le baril (encadré 1.4), l'inflation reste égale ou inférieure à 2 % par an. Le solde budgétaire pour l'ensemble de la zone demeure négatif, de l'ordre de 1½ à 1¾ pour cent du PIB, la plupart des grandes économies accusant encore un déficit structurel. Aucune correction du dynamisme récent et prévu des revenus exceptionnels n'est supposée au cours de la période de référence.

38. Les hypothèses de base concernant l'offre sont établies conformément à la méthode décrite dans Beffy, P-O., P. Ollivaud, P. Richardson et F. Sédillot (2006) « New OECD methods for supply-side and medium-term assessment: a capital services approach », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482.

Tableau 1.11. **Résumé du scénario de référence à moyen terme**

En pourcentage

	Croissance	Taux d'inflation ¹				Chômage ²		Balance courante ³		Taux d'intérêt à long terme	
	du PIB réel	2008		2013		2008	2013	2008	2013	2008	2013
	2009-2013										
Australie	2.7	2.4	2.4	4.6	5.0	-5.2	-4.6	5.9	6.1		
Autriche	1.9	1.9	1.7	5.3	4.9	4.5	5.1	4.3	4.4		
Belgique	1.8	1.8	1.7	7.1	7.2	2.1	2.6	4.3	4.4		
Canada	2.5	1.9	1.9	6.0	6.6	2.0	2.8	4.4	4.8		
République tchèque	3.4	3.3	1.9	6.1	6.8	-2.5	-2.4	4.3	5.1		
Danemark	1.1	2.6	1.7	3.5	4.5	1.8	2.6	4.2	4.4		
Finlande	1.8	1.7	1.5	6.8	8.0	6.1	6.5	4.3	4.4		
France	2.1	1.7	1.7	8.0	8.5	-1.0	-1.1	4.2	4.4		
Allemagne	1.5	1.7	1.7	6.3	7.2	7.0	6.7	4.2	4.4		
Grèce	3.4	3.0	2.1	7.9	8.3	-8.9	-7.1	4.4	4.5		
Hongrie	4.1	3.7	2.9	7.5	5.2	-2.2	-2.6	5.8	5.7		
Islande	3.2	2.5	2.7	3.8	2.7	-13.5	-9.6	10.5	6.2		
Irlande	4.5	3.0	1.7	4.3	5.0	-1.1	-2.7	4.3	4.4		
Italie	1.3	2.1	1.7	6.0	6.0	-2.6	-2.8	4.5	4.6		
Japon	1.3	0.3	1.0	3.6	3.8	5.4	5.1	2.4	3.5		
Corée	4.9	3.0	2.4	3.4	3.5	-0.4	-0.9	5.8	5.3		
Luxembourg	3.8	2.8	1.7	3.7	4.4	9.7	10.5	3.8	4.4		
Mexique	3.8	3.5	3.1	3.7	3.7	-1.3	-1.3	7.2	5.9		
Pays-Bas	1.4	1.8	1.7	2.8	3.3	7.6	6.7	4.3	4.4		
Nouvelle-Zélande	2.7	2.0	1.9	4.4	4.3	-9.1	-8.6	5.7	5.6		
Norvège	2.2 ⁴	2.5	2.4	2.7	4.4	16.9	16.6	5.0	4.8		
Pologne	3.8	2.3	2.3	9.7	10.1	-2.5	-2.4	5.4	4.8		
Portugal	1.9	2.1	1.7	7.1	4.9	-9.5	-9.0	4.4	4.5		
République slovaque	4.6	2.1	1.9	10.3	10.3	-2.5	-1.4	4.3	4.5		
Espagne	2.4	2.7	1.9	8.1	8.1	-10.5	-9.0	4.2	4.4		
Suède	2.3	2.5	1.9	4.3	4.7	6.8	5.6	4.7	4.7		
Suisse	1.8	1.1	0.7	2.9	2.2	18.0	20.2	2.9	2.9		
Turquie	7.4	6.2	4.6	9.6	8.0	-7.2	-8.0	14.0	9.0		
Royaume-Uni	2.4	2.1	1.9	5.5	5.3	-2.7	-2.3	5.0	4.9		
États-Unis	2.7	2.2	1.8	4.8	4.6	-6.2	-5.9	4.8	5.4		
Zone euro	1.9	2.0	1.8	6.7	7.0	0.4	0.3	4.3	4.5		
Total de l'OCDE	2.5	2.0 ⁵	1.8 ⁵	5.5	5.5	-1.5	-1.5	4.5 ⁵	4.8 ⁵		

Note: Pour plus de détails voir "Sources et Méthodes" (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Pourcentage de variation de l'indice implicite de prix de la consommation privée par rapport à la période précédente.

2. En pourcentage de la population active.

3. En pourcentage du PIB nominal.

4. Incluant le secteur pétrolier.

5. A l'exception de la Turquie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042485842432>

La croissance en termes réels est assez disparate : solide aux États-Unis...

La production potentielle devrait augmenter aux États-Unis d'environ 2¾ pour cent par an à moyen terme, grâce à une croissance dynamique de la productivité tendancielle et de la population active, légèrement révisée à la baisse par rapport aux estimations précédentes. La production étant légèrement inférieure au potentiel durant la majeure partie de la période considérée, l'inflation tombe à environ 1¾ pour cent en 2013. Le déficit des administrations publiques reste proche de 3 % du PIB à moyen terme, ce qui alourdit encore l'endettement public, les engagements financiers

Tableau 1.12. **Évolutions budgétaires dans le scénario de référence à moyen terme***En pourcentage du PIB nominal*

	Soldes financiers ¹		Engagements financiers nets ²		Engagements financiers bruts ³		Dettes publiques brutes (définition de Maastricht) ⁴	
	2008	2013	2008	2013	2008	2013	2008	2013
Australie	1.0	1.0	-6	-9	14	7	..	..
Autriche	-0.6	0.0	39	33	66	56	60	49
Belgique	0.0	0.2	70	57	85	70	83	68
Canada	0.7	1.0	23	14	65	47	..	..
République tchèque	-3.5	-3.7	7	22	36	43	..	..
Danemark	3.7	1.6	-5	-14	27	13	22	8
Finlande	3.2	2.5	-62	-67	50	42	43	35
France	-1.7	-1.4	39	40	72	73	61	62
Allemagne	-0.4	-1.0	49	45	68	61	64	57
Grèce	-2.2	-2.0	62	56	88	75	78	66
Hongrie	-4.8	-3.6	52	50	74	67	..	..
Islande	-0.3	0.8	11	7	34	23	..	..
Irlande	1.7	1.4	-1	-7	30	15	24	9
Italie	-2.5	-2.3	93	91	118	112	105	99
Japon	-3.0	-3.3	87	94	178	185	..	..
Corée	2.4	2.1	-36	-38	29	29	..	..
Luxembourg	1.1	1.4	-39	-35	12	11	..	..
Pays-Bas	0.3	0.0	32	26	58	52	47	41
Nouvelle-Zélande	2.3	3.0	-10	-20	23	6	..	..
Norvège	18.8	17.0	-188	-228	37	34	..	..
Pologne	-2.4	-2.1	8	3	46	31	..	..
Portugal	-2.4	0.4	47	41	74	68	66	60
République slovaque	-2.2	-0.8	-2	-10	34	16	..	..
Espagne	1.5	1.6	18	7	40	23	32	16
Suède	2.5	1.7	-19	-26	47	43	40	36
Suisses	1.0	2.1	17	7	58	43	..	..
Royaume-Uni	-2.6	-2.5	41	45	48	50	46	48
États-Unis	-2.9	-3.0	45	50	63	66	..	..
Zone euro	-0.7	-0.7	47	42	73	66	65	58
Total des pays de l'OCDE ci-dessus	-1.6	-1.7	43	43	76	75	..	..

Note: Pour plus de détails voir "Sources et Méthodes" (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Excédent (+) ou déficit (-) budgétaire des administrations publiques en pourcentage du PIB.
2. Comprenant tous les engagements financiers, moins les avoirs financiers, tels qu'ils sont définis par le Système de comptabilité nationale (selon la disponibilité des données) et couvrant le secteur des administrations publiques, qui est une consolidation de l'administration centrale, de l'État et des collectivités locales et du système de sécurité sociale.
3. Comprenant tous les engagements financiers tels qu'ils sont définis par le Système de comptabilité nationale (selon la disponibilité des données) et couvrant le secteur des administrations publiques, qui est une consolidation de l'administration centrale, de l'État et des collectivités locales et du système de sécurité sociale.
4. Les ratios de la dette publique pour 2006 sont basés sur les données de la dette, fournies par Eurostat, et sur les données du PIB fournies par les autorités nationales: leur extrapolation est basée sur les prévisions de l'OCDE pour les engagements financiers bruts des administrations publiques et pour le PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042502544386>

nets des administrations publiques augmentant pour s'établir à environ 50 % du PIB en 2013.

... mais plus modérée en Europe

Dans la zone euro, la croissance de la production potentielle, aux environs de 2 % par an, est nettement inférieure à celle des États-Unis, ce qui s'explique par une plus faible croissance de la population d'âge actif et de la productivité tendancielle du travail. La production étant proche du

Tableau 1.13. **Croissance du PIB potentiel et de ses composantes**


	Écart de production	Croissance du PIB potentiel		Croissance de la productivité du travail (PIB par employé)		Croissance de l'emploi potentiel		Composantes de l'emploi potentiel ¹					
								Taux d'activité de la population active potentielle		Population en âge de travailler		Chômage structurel ²	
		1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011
Australie	-0.2	3.2	2.7	1.7	2.0	1.5	0.7	0.1	0.0	1.2	0.7	0.1	0.0
Autriche	-0.1	2.2	1.9	1.7	1.8	0.5	0.1	0.1	0.1	0.4	0.1	0.0	0.0
Belgique	-0.1	2.1	1.8	1.2	1.6	0.8	0.2	0.3	0.1	0.6	0.1	0.0	0.0
Canada	-0.3	3.0	2.4	1.4	1.7	1.6	0.7	0.3	0.1	1.3	0.6	0.1	0.0
Danemark	1.7	1.7	1.4	1.6	1.7	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.1	0.0
Finlande	1.4	3.0	2.1	2.4	2.3	0.6	-0.2	0.3	0.1	0.2	-0.4	0.1	0.0
France	-1.0	1.8	1.9	1.3	1.6	0.6	0.4	-0.1	-0.2	0.6	0.5	0.0	0.0
Allemagne	1.0	1.5	1.7	1.3	1.6	0.2	0.1	0.4	0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.0
Grèce	0.5	4.1	3.5	3.2	3.2	0.9	0.3	0.7	0.3	0.1	-0.2	0.1	0.1
Islande	-3.6	4.4	2.4	2.5	1.7	1.9	0.7	0.0	0.0	1.9	0.7	0.0	0.0
Irlande	0.5	5.4	4.6	1.9	2.1	3.4	2.5	1.0	0.8	2.3	1.6	0.2	0.0
Italie	-0.5	1.3	1.3	0.8	1.5	0.5	-0.2	0.5	0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.0
Japon	0.7	1.5	1.5	2.0	2.2	-0.4	-0.7	0.2	0.2	-0.7	-0.9	0.0	0.0
Pays-bas	1.2	1.8	1.7	1.2	1.3	0.6	0.3	0.5	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Nouvelle-Zélande	-2.2	2.9	2.3	1.1	1.6	1.8	0.6	0.3	0.0	1.3	0.6	0.2	0.0
Norvège ³	2.3	3.3	2.6	2.2	2.3	1.1	0.4	0.0	0.0	1.1	0.3	0.0	0.0
Espagne	-0.1	3.2	2.3	0.3	1.2	2.9	1.1	0.9	0.2	1.6	0.9	0.5	0.1
Suède	1.2	3.1	2.6	2.3	2.4	0.8	0.1	0.2	0.0	0.7	0.1	0.0	0.0
Suisse	0.0	1.7	1.8	0.8	1.0	0.9	0.7	0.1	0.1	0.8	0.6	0.0	0.0
Royaume-Uni	-0.2	2.7	2.4	1.8	2.1	0.8	0.3	0.1	0.1	0.7	0.2	0.0	0.0
États-Unis	-0.1	2.7	2.7	2.0	2.1	0.7	0.6	-0.5	-0.5	1.2	1.1	0.0	0.0
Zone euro	0.0	2.0	1.9	1.1	1.6	0.9	0.2	0.5	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0
Total des pays de l'OCDE ci-dessus	0.1	2.3	2.2	1.6	1.9	0.7	0.3	-0.1	-0.3	0.7	0.6	0.1	0.0

1. Contributions en points de pourcentage à la croissance de l'emploi potentiel.

2. Estimation du taux de chômage structurel basée sur les concepts et méthodes décrits dans "Révision des indicateurs de chômage structurel de l'OCDE", Perspectives économiques de l'OCDE, n° 68, 2000.

3. Excluant le secteur pétrolier.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 81.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/042515660381>

potentiel en 2008, la croissance réelle du PIB pour la région atteint en moyenne 2 % par an à moyen terme. Le chômage demeure proche de son taux structurel estimé à 7 % et l'inflation est de l'ordre de 1¾ pour cent par an. Au cours de la période, le déficit budgétaire de la zone euro est pratiquement inchangé, à environ ¾ pour cent du PIB en 2013. La situation est néanmoins assez différente d'un pays à l'autre de la zone euro, le solde structurel se situant entre -2¼ et 2½ pour cent du PIB la dernière année. À l'exception du Danemark et de la Suède, la plupart des autres pays européens accusent un déficit substantiel.

Encadré 1.4. Hypothèses du scénario de référence à moyen terme

Le scénario de référence à moyen terme repose sur les hypothèses simplifiées suivantes pour la période allant au-delà de l'horizon prévisionnel à court terme.

- L'écart entre la production effective et la production potentielle est totalement résorbé en 2013 dans tous les pays de l'OCDE.
- Le chômage revient à son taux structurel estimé (le NAIRU) dans tous les pays de l'OCDE en 2013¹.
- Les prix des produits de base restent inchangés en termes réels, sauf les prix du pétrole, qui sont censés se situer à 65 dollars le baril (brut de qualité Brent).
- Les taux de change demeurent inchangés en termes nominaux.
- Les politiques monétaires visent à maintenir l'inflation à un bas niveau ou à la ramener à un niveau conforme aux objectifs à moyen terme.
- Les politiques budgétaires sont censées rester pratiquement inchangées (le déficit/excédent du budget primaire, corrigé des fluctuations conjoncturelles, étant maintenu à peu près constant d'une année sur l'autre)², sous réserve de l'évaluation, par le Secrétariat, des facteurs particuliers résultant des mesures déjà adoptées dans le domaine de la fiscalité et des dépenses.

Le scénario de référence à moyen terme a principalement pour objet d'établir une base de comparaison avec d'autres scénarios reposant sur d'autres hypothèses et de donner une idée des déséquilibres et des tensions qui pourraient s'accumuler ou se résorber dans l'économie mondiale à moyen terme. Il ne se prononce aucunement sur la nature ou le déroulement des événements conjoncturels futurs.

1. En ce qui concerne le concept de taux structurel de chômage et la façon de l'évaluer, voir le chapitre V, « Révision des indicateurs de chômage structurel de l'OCDE », *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 68, décembre 2000.
2. Cela suppose implicitement que les autorités prennent des mesures pour remédier aux modifications du solde structurel primaire.

Au Japon, la croissance se ralentit un peu et les déficits budgétaires persistent

Au Japon, la production potentielle devrait augmenter à un rythme d'environ 1½ pour cent au cours de la période, avec une légère accélération de la croissance de la productivité tendancielle qui compensera quasiment l'impact négatif de plus en plus marqué que le vieillissement aura sur la population d'âge actif. L'économie japonaise devant dépasser son niveau potentiel en 2008, la croissance du PIB se ralentit à moyen terme et l'inflation devrait rester positive en s'accroissant à environ 1 % en 2013. Les déficits des finances publiques devraient se creuser quelque peu à moyen terme, à environ 3¼ pour cent du PIB en 2013, les engagements bruts du secteur public augmentant régulièrement au cours de la période pour atteindre environ 185 % du PIB en 2013. La dégradation du solde budgétaire prévue est largement structurelle; elle reflète le gonflement des dépenses liées à l'âge, qui ne sont qu'en partie compensées par les hausses des cotisations de sécurité sociale censées intervenir au cours de la période.

Le commerce mondial reste robuste, mais les balances courantes ne réussissent pas à s'ajuster

Dans un contexte de croissance assez robuste dans la zone de l'OCDE et dans les autres régions (notamment en Chine et dans les pays dynamiques d'Asie), le commerce mondial devrait connaître une croissance régulière au cours de la période, pouvant aller jusqu'à 9 % par an. Avec des taux de change nominaux pratiquement inchangés et en l'absence d'évolution majeure de la croissance potentielle ou de

l'ouverture commerciale, les déséquilibres régionaux ne s'ajustent que légèrement et le déficit de balance courante pour la zone de l'OCDE reste de l'ordre de 1½ pour cent du PIB. La balance courante de la zone euro devrait rester proche de l'équilibre et le déficit courant des États-Unis avoisinerait encore 6 % du PIB, ce qui s'explique par une désépargne publique persistante et un faible ajustement de l'épargne et de l'investissement du secteur privé. Ce déficit est en partie compensé par des excédents encore importants pour le Japon – environ 5 % du PIB – et pour un certain nombre de petits pays de l'OCDE.

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

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

N° 72, décembre 2002

Soutenabilité budgétaire : le rôle des règles

La contribution d'une retraite plus tardive à la croissance de l'emploi

Concurrence sur les marchés de produits et performance économique

La persistance de l'inflation dans la zone euro

DÉPARTEMENT DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Des informations sur les publications et les études récentes du Département des Affaires économiques sont disponibles sur le site web de l'OCDE à partir de www.oecd.org/eco-fr. Ce site propose la série complète des *Documents de travail du Département des Affaires économiques* (www.oecd.org/eco/DocumentsDeTravail), disponibles gratuitement, ainsi que les résumés des éditions récentes de la série des *Études économiques de l'OCDE* (www.oecd.org/eco/etudes), de la nouvelle étude *Réformes économiques : Objectif croissance* (www.oecd.org/croissance/ObjectifCroissance2007) et des *Perspectives économiques de l'OCDE* (www.oecd.org/PerspectivesEconomiques) .

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Le Flashfile des *Perspectives économiques de l'OCDE*, contenant un résumé des prévisions des *Perspectives économiques*, est disponible sur le web dès le jour de la parution de la version préliminaire, un mois à six semaines avant la publication finale (www.oecd.org/PerspectivesEconomiques). Les données pour les variables macroéconomiques clés sont présentées pour tous les pays et régions de l'OCDE sous forme de fichier Excel, qui peut être exploité directement avec la plupart des logiciels statistiques et analytiques. Le Flashfile des *Perspectives économiques* est disponible gratuitement, en anglais.

Les abonnés aux *Perspectives économiques de l'OCDE*, en plus des deux versions imprimées, ont accès à une version préliminaire en ligne (format PDF), publiée sur internet six à huit semaines avant la sortie de la version imprimée :

www.SourceOCDE.org/periodique/PerspectivesEconomiquesOCDE

Les données historiques et les prévisions des *Perspectives économiques* sont également disponibles sous la forme d'une **base de données statistiques** disponible en ligne ou sur Cd-Rom. Cette base de données contient quelque 4 000 séries macroéconomiques temporelles pour les pays de l'OCDE et les régions hors OCDE. Ces séries commencent en 1960 et finissent à l'horizon des prévisions publiées.

Les abonnements à cette base de données peuvent être combinés avec des abonnements aux *Perspectives économiques* format imprimé et PDF, et peuvent être souscrits à tout moment de l'année.

Pour plus d'informations, visitez notre librairie en ligne www.OCDElibrairie.org ou contactez votre fournisseur des publications de l'OCDE le plus proche : www.oecd.org/editions/distributeurs .

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(12 2007 02 2 P) ISBN 978-92-64-03451-8 - n° 55632 2007

Perspectives économiques de l'OCDE

Deux fois l'an, les *Perspectives économiques de l'OCDE* analysent les grandes tendances qui marqueront les deux prochaines années et examinent les politiques économiques requises pour favoriser une croissance forte et durable dans les pays membres. Les évolutions dans certaines grandes économies non membres de l'OCDE sont également étudiées. Cette édition couvre les perspectives jusque fin 2008. Complétées par un large éventail de statistiques internationales, les *Perspectives* constituent un incomparable outil d'information sur l'économie mondiale.

Au-delà des thèmes traités régulièrement, on trouvera dans cette édition deux chapitres analytiques intitulés *Tirer le meilleur parti de la mondialisation* et *Consolidation budgétaire : les leçons de l'expérience*. Ces chapitres abordent les questions suivantes :

- Comment tirer au mieux parti des avantages de la mondialisation tout en limitant les coûts d'ajustement ?
- Quels facteurs et politiques, en particulier les règles budgétaires, contribuent au succès des efforts de consolidation budgétaire ? Quelles sont les leçons des expériences de pays de l'OCDE, couronnées ou non de succès, avec les règles budgétaires ?

Les livres, périodiques et données statistiques de l'OCDE sont maintenant disponibles sur www.SourceOCDE.org, notre bibliothèque en ligne.

Cet ouvrage est disponible sur SourceOCDE dans le cadre de l'abonnement au thème suivant :

Économie générale et études prospectives

Demandez à votre bibliothécaire des détails concernant l'accès aux publications en ligne ou écrivez-nous à SourceOECD@oecd.org

© Photo : Eric et David Hosking/Corbis

Volume 2007/1

N° 81, juin

éditions **OCDE**

www.oecd.org/editions

ISBN 978-92-64-03451-8
12 2007 02 2 P



9 789264 034518

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial : Avancer sur la voie du rééquilibrage	7
Chapitre 1. Évaluation générale de la situation macroéconomique	11
Vue d'ensemble	12
Une expansion de plus en plus synchronisée	14
Les forces à l'œuvre et les risques	18
Une solide croissance est à prévoir	34
Enjeux de politique macroéconomique	39
Appendice 1.A1. Actions envisageables pour enrayer les pressions futures sur les dépenses publiques	53
Appendice 1.A2. Le scénario de référence à moyen terme	60
Chapitre 2. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines Économies non membres ..	67
États-Unis	68
Japon	74
Zone euro	79
Allemagne	84
France	89
Italie	94
Royaume-Uni	100
Canada	105
Australie	110
Autriche	113
Belgique	116
Corée	119
Danemark	122
Espagne	125
Finlande	128
Grèce	131
Hongrie	134
Irlande	137
Islande	140
Luxembourg	143
Mexique	146
Norvège	149
Nouvelle-Zélande	152
Pays-Bas	155
Pologne	158
Portugal	161
République slovaque	164
République tchèque	167
Suède	170
Suisse	173
Turquie	176
Brésil	179
Chine	183
Inde	188
Fédération de Russie	192
Chapitre 3. Tirer le meilleur parti de la mondialisation	197
Moteurs de la mondialisation	198
Impact sur le niveau de vie	202
Impact sur les marchés du travail	204
Effets sur l'inflation et les flux de capitaux	208
Implications pour la politique macroéconomique	212
Mondialisation et progrès de la réforme structurelle	213
Chapitre 4. Consolidation budgétaire: les leçons de l'expérience	223
Introduction et principaux résultats	224
Les grands traits des épisodes de consolidation budgétaire	225
Identification des facteurs qui favorisent la consolidation budgétaire	230
L'expérience de la conception et de l'application des règles budgétaires	237
Appendice 4.A1. Définition des principales variables	242

Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE	247
Annexe statistique	249
Classification des pays	250
Mode de pondération pour les données agrégées	250
Taux de conversion irrévocable de l'euro	250
Systèmes de comptabilité nationale et années de référence	251
Tableaux annexes	253
Encadrés	
1.1. Les opérations internationales de portage	23
1.2. Évolutions récentes des marchés du crédit hypothécaire à haut risque	32
1.3. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions	35
1.4. Hypothèses du scénario de référence à moyen terme	64
4.1. Définition des épisodes de consolidation	225
Tableaux	
1.1. La croissance devrait rester sur les rails	12
1.2. Les marchés du travail sont dynamiques	16
1.3. L'évolution des salaires reste modérée	17
1.4. Évolution récente des prix du logement	29
1.5. La croissance demeure soutenue	36
1.6. La demande se rééquilibre	37
1.7. La croissance du commerce mondial reste soutenue et les déséquilibres extérieurs se creusent	38
1.8. La consolidation budgétaire ne progresse pas En pourcentage du PIB / PIB potentiel	46
1.9. Contribution des impôts sur les sociétés à l'abondance récente des recettes	47
1.10. Accroissement des dépenses dû au vieillissement	51
1.11. Résumé du scénario de référence à moyen terme	61
1.12. Évolutions budgétaires dans le scénario de référence à moyen terme	62
1.13. Croissance du PIB potentiel et de ses composantes	63
4.1. Résumé des principaux résultats : estimations des paramètres	232
4.2. Principales règles budgétaires actuellement en vigueur dans les pays de l'OCDE	236
Graphiques	
1.1. Les différentiels de croissance et d'écart de production convergent	14
1.2. Les prix de l'énergie fluctuent à des niveaux élevés	18
1.3. Les pétrodollars sont dépensés plus vite	19
1.4. Les marchés d'action sont correctement valorisés	20
1.5. Le risque pourrait être quelque peu sous-évalué	21
1.6. Les contreparties et financements du déficit du compte courant des États-Unis	25
1.7. L'investissement résidentiel est au plus haut depuis 10 ans dans de nombreux pays	27
1.8. Extraction hypothécaire aux États-Unis	31
1.9. La confiance suggère une croissance robuste	36
1.10. Les taux directeurs sont remontés	40
1.11. L'inflation globale et sous-jacente convergent	42
1.12. L'inflation est devenue plus synchronisée dans la zone euro	43
1.13. Les prêts bancaires et les prix de l'immobilier se sont récemment redressés au Japon	44
1.14. Générations successives de prévisions budgétaires	50
1.15. Taux de dépendance des personnes âgées	53
1.16. Accroissement total des dépenses au titre des soins de santé et de longue durée par pays, 2005-2050	55

1.17.	Impôt implicite sur la poursuite de l'activité : retraite anticipée	57
1.18.	Bénéficiaires de prestations d'invalidité	57
3.1.	L'épisode actuel de mondialisation est de grande ampleur par rapport aux précédents	199
3.2.	Les coûts du commerce et des transactions se sont réduits	200
3.3.	Les liens commerciaux se renforcent	201
3.4.	Les flux mondiaux de capitaux croissent beaucoup plus rapidement que le PIB	201
3.5.	Les migrations se sont intensifiées	202
3.6.	Le niveau de vie matérielle a augmenté avec l'ouverture au commerce international	203
3.7.	La dispersion des salaires s'accroît, mais l'inégalité des revenus ne révèle pas de tendance générale	207
3.8.	Les exportateurs de combustibles et la Chine placent leur épargne à l'étranger	210
3.9.	Le lien à court terme entre inflation et chômage s'est affaibli	214
3.10.	L'impôt sur les sociétés a vu son assiettes	215
3.11.	Les travailleurs victimes de licenciements liés à la concurrence internationale doivent souvent accepter de fortes baisses de salaire pour obtenir un nouvel emploi	216
4.1.	Positions budgétaires initiales et ajustement ultérieur	226
4.2.	Ampleur et durée des épisodes de consolidation	227
4.3.	Relations entre durée, ampleur et intensité de la consolidation	228
4.4.	Le rôle des dépenses et des revenus durant les épisodes de consolidation	229
4.5.	Comparaison des épisodes de consolidation avec et sans retour en arrière	231
4.6.	Facteurs affectant la probabilité de débiter une consolidation budgétaire	233

Ce livre contient des...



StatLinks 

**Accédez aux fichiers Excel®
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*.
Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.
Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.
Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

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

	2006	2007	2008	2007			2008				Quatrième trimestre			
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2006	2007	2008	
Pourcentage														
Croissance du PIB en volume														
États-Unis	3.3	2.1	2.5	2.5	2.3	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	3.1	2.1	2.6	
Japon	2.2	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2	2.5	2.0	2.2	
Zone euro	2.8	2.7	2.3	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	3.3	2.5	2.2	
OCDE total	3.2	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	3.2	2.6	2.7	
Inflation														
États-Unis	2.9	2.6	2.2	2.3	2.0	2.2	2.4	2.2	2.1	2.1	2.5	2.6	2.2	
Japon	-0.9	-0.4	0.2	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	-0.5	-0.3	0.4	
Zone euro	1.7	2.0	2.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	1.6	2.0	2.1	
OCDE total	2.2	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	2.3	2.0	
Taux de chômage														
États-Unis	4.6	4.6	4.8	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.5	4.7	4.9	
Japon	4.1	3.8	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	4.1	3.7	3.6	
Zone euro	7.8	7.1	6.7	7.1	7.0	6.9	6.9	6.8	6.7	6.6	7.5	6.9	6.6	
OCDE total	5.9	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5	5.4	5.7	5.6	5.4	
Croissance du commerce mondial	9.6	7.5	8.3	7.7	8.2	8.4	8.3	8.3	8.2	8.2	8.6	7.7	8.3	
Balance courante														
États-Unis	-6.5	-6.1	-6.2											
Japon	3.9	4.8	5.4											
Zone euro	0.1	0.4	0.4											
OCDE total	-1.9	-1.5	-1.5											
Solde corrigé des variations cycliques														
États-Unis	-2.5	-2.8	-2.8											
Japon	-2.2	-2.7	-3.2											
Zone euro	-1.0	-0.8	-0.7											
OCDE total	-1.7	-1.8	-1.9											
Taux d'intérêt à court terme														
États-Unis	5.2	5.3	5.0	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9	5.3	5.2	4.9	
Japon	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.4	0.6	0.7	
Zone euro	3.1	4.1	4.3	4.0	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	3.6	4.3	4.3	

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 par 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.

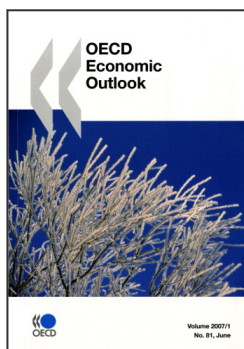
Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 9 mai 2007 ; en particulier 1 dollar = 119.72 yen et 0.74 euros ;

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 15 mai 2007.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 81.



Extrait de :
OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 1

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-1-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2007), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 1*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-1-3-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.