

I. ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Vue d'ensemble

Les taux de croissance sont maintenant plus similaires d'une région de l'OCDE à l'autre. Cela est dû à trois facteurs : l'économie des États-Unis s'est ralentie avec l'ajustement du marché immobilier, l'expansion s'est poursuivie au Japon et la reprise dans la zone euro est devenue plus autonome (tableau I.1). Le dynamisme persistant des économies émergentes, la baisse des prix du pétrole par rapport à leurs sommets récents et les conditions propices sur les marchés de capitaux devraient contribuer à soutenir la reprise dans l'ensemble de la zone de l'OCDE. L'expansion devrait progressivement retrouver sa vigueur aux États-Unis avec l'élimination de l'offre excédentaire dans l'automobile et la construction résidentielle. Dans la zone euro, la demande intérieure devrait conserver sa récente vivacité et il faut s'attendre à ce que le Japon sorte définitivement et durablement de la déflation à mesure que se résorbera l'excès résiduel de demande.

La croissance est maintenant plus uniforme au sein de la zone de l'OCDE

Alors que les prévisions vont dans le sens de la poursuite d'une solide croissance, plusieurs risques anciens subsistent. En particulier, les déséquilibres de balance courante à l'échelle mondiale restent très marqués et les prix immobiliers restent élevés dans la majorité des pays. Le déficit extérieur des États-Unis est encore financé sans heurts, mais il faudra à un moment ou à un autre revenir à des situations soutenables. Le dénouement

Les tensions anciennes persistent, mais les risques à court terme sont autant à la baisse qu'à la hausse

Tableau I.1. Les écarts de croissance se réduisent

Total OCDE si non spécifié

	Moyenne						2006	2007	2008
	1994-2003	2004	2005	2006	2007	2008	T4	T4	T4
	Pourcentage								
Croissance du PIB¹	2.7	3.2	2.7	3.2	2.5	2.7	3.0	2.7	2.7
États-Unis	3.2	3.9	3.2	3.3	2.4	2.7	3.0	2.6	2.7
Zone euro	2.2	1.7	1.5	2.6	2.2	2.3	2.9	2.2	2.5
Japon	1.0	2.3	2.7	2.8	2.0	2.0	2.2	2.1	1.9
Écart de production²	-0.7	-0.9	-0.7	-0.2	-0.2	-0.1			
Taux de chômage³	6.6	6.7	6.5	6.0	5.8	5.7	5.9	5.8	5.7
Inflation⁴	3.5	2.4	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1
Solde des administrations publiques⁵	-2.3	-3.4	-2.7	-2.0	-2.0	-2.0			

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° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/747614632287>

des déséquilibres de balance courante pourrait être désordonné et générer des accès de volatilité des taux de change et une hausse mondiale des taux d'intérêt faisant pression sur les prix des actifs. Dès lors, le logement et la construction pourraient être durement touchés. Aux États-Unis, la baisse dans la construction résidentielle pourrait alors s'accroître et s'étendre à d'autres secteurs, et des effets de richesse négatifs résultant du recul des prix immobiliers en termes réels pourraient affecter la consommation. Les prix immobiliers en termes réels pourraient également baisser dans d'autres pays, en particulier en Europe, ce qui briserait l'élan de la consommation des ménages. Du côté positif, la reprise européenne pourrait se développer plus vite que prévu – les capacités inutilisées ne se résorbant que très graduellement dans les présentes prévisions – et l'investissement pourrait se montrer plus vigoureux vu le niveau élevé des bénéfices.

La politique monétaire reflète des situations conjoncturelles différentes d'une région à l'autre

Les grandes économies ne se trouvant pas au même stade dans leur expansion, les politiques monétaires sont également différentes d'une région à l'autre. Aux États-Unis, l'orientation monétaire est légèrement restrictive et un assouplissement pourrait être envisagé fin 2007 si, comme le prévoient les présentes Perspectives économiques, les ressources inutilisées s'accumulent et les tensions sur les prix s'affaiblissent. Dans la zone euro, le retrait du stimulus monétaire n'est pas achevé et les prévisions tablent sur un durcissement supplémentaire modéré permettant de maintenir l'inflation à un niveau proche de 2 %. Enfin, la Banque du Japon a renoncé cette année à sa politique de taux d'intérêt zéro et on peut s'attendre à ce que la politique monétaire soit rendue moins accommodante une fois que l'économie sera véritablement sortie de la déflation.

L'assainissement budgétaire demeure l'une des grandes priorités

L'un des principaux enjeux se profile du côté budgétaire. Des recettes fiscales exceptionnelles de grande ampleur ont été engrangées ces deux dernières années, mais toutes ces plus-values de recettes ne se reproduiront pas et ce serait une erreur pour les gouvernements de les considérer comme permanentes. Cela fait maintenant plusieurs années que la reprise s'est engagée et l'assainissement budgétaire reste insuffisant, de plus les mesures qui ont été prises consistent essentiellement en des hausses de revenus. Cette situation est problématique en raison de la pression croissante que le vieillissement des populations exerce sur les finances publiques. Ne pas saisir l'occasion de l'expansion en cours pour assainir les finances publiques pourrait se révéler plus tard très coûteux.

Passage de relais

Les écarts de croissance se sont resserrés au sein de l'OCDE

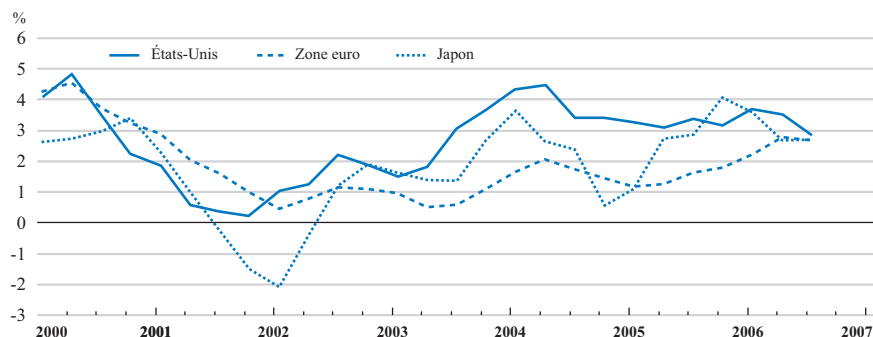
Les écarts de croissance entre les pays de l'OCDE se sont resserrés à mesure que l'activité s'est ralentie aux États-Unis à un rythme inférieur à son potentiel, alors qu'elle s'accélérait dans la zone euro pour dépasser son potentiel (graphique I.1). Le Japon a encore connu une solide expansion. Dans le même temps, on estime que le commerce mondial a progressé globalement à un rythme proche de 10 % en 2006, grâce à la robuste croissance de l'économie mondiale. Les économies hors OCDE, surtout dans les économies émergentes d'Asie, ont conservé un rôle moteur dans l'expansion.

La croissance se ralentit aux États-Unis, sans s'interrompre...

La croissance s'est ralentie aux États-Unis à cause d'une correction brutale de la construction résidentielle mais les autres composantes de la demande demeurent robustes. L'investissement immobilier résidentiel s'est contracté nettement au cours des deuxième et troisième trimestre 2006, car les constructeurs se sont efforcés de

Graphique I.1. Les différentiels de croissance se sont réduits

Croissance réelle du PIB et contributions, variation en glissement annuel



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/716427838323>

résorber la production excédentaire face à l'affaiblissement du marché. Cette correction devrait se poursuivre en 2007. La consommation privée progresse maintenant un peu moins rapidement que les années précédentes, où elle était stimulée par la hausse rapide des prix des logements. En revanche, les marges bénéficiaires confortables ont permis de préserver la vive croissance de l'investissement des entreprises. La décélération de l'activité globale paraît à peu près conforme à celle enregistrée dans le passé lors d'ajustements conjoncturels similaires. On ne peut néanmoins exclure que la poursuite de la résorption de l'offre excédentaire sur le marché immobilier ne s'effectue moins en douceur, en particulier si les prix des logements devaient baisser et entamer les dépenses de consommation.

Dans la zone euro, l'activité économique s'est fortement accélérée au premier semestre de 2006 et a encore connu au troisième trimestre une expansion légèrement supérieure à son rythme potentiel. La demande intérieure progressant nettement, l'assise de la croissance s'est élargie. L'investissement est le principal moteur de la croissance, devant la consommation, qui bénéficie de l'amélioration de l'emploi. La plupart des écarts de croissance dans la région se sont resserrés, presque toutes les économies de la zone euro bénéficiant de l'expansion à l'exception de la France où la croissance s'est interrompue au troisième trimestre en raison d'un ajustement des stocks. L'Allemagne connaît maintenant une rapide croissance après plusieurs années d'atonie tandis que l'activité se renforce également en Italie. L'expansion reste vigoureuse dans la plupart des petits pays.

... alors qu'elle s'accélère dans la zone euro...

Au Japon, l'expansion continue de s'appuyer sur l'investissement fixe des entreprises et sur la consommation des ménages grâce à une amélioration sur le marché du travail. La croissance s'est ralentie au deuxième et troisième trimestres, mais surtout à cause d'une diminution des stocks, et d'une politique restrictive dans le domaine de l'investissement public. La baisse de la consommation privée au troisième trimestre est pour l'essentiel le résultat d'aléas climatiques. Les exportations ont aussi rebondi depuis le milieu de l'année et le niveau élevé des bénéfices stimule l'investissement des entreprises.

... et l'expansion reste rapide au Japon

L'emploi a en général évolué favorablement dans la zone de l'OCDE (tableau I.2). Les taux de chômage dans les principales régions sont maintenant proches des niveaux généralement associés au plein emploi, mais l'évolution des salaires reste différente (tableau I.3). Aux États-Unis, le ralentissement de l'activité ne se

Les marchés du travail sont relativement dynamiques

Tableau I.2. Les marchés du travail sont dynamiques

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ¹
	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
Emploi						
États-Unis	0.0	-0.3	0.9	1.1	1.8	1.6
Japon	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	0.4	0.4
Zone euro	1.6	0.6	0.4	1.0	1.0	1.0
Population active						
États-Unis	0.8	0.8	1.1	0.6	1.3	1.0
Japon	-0.2	-0.9	-0.3	-0.4	0.1	-0.2
Zone euro	1.1	1.1	1.0	1.1	0.7	0.0
	Pourcentage de la population active					
Taux de chômage						
États-Unis	4.8	5.8	6.0	5.5	5.1	4.7
Japon	5.0	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1
Zone euro	7.7	8.2	8.7	8.9	8.6	8.0

1. Première moitié de 2006 par rapport à la deuxième moitié de 2005, annualisé, sauf pour le taux de chômage qui est la moyenne des deux premiers trimestres de 2006.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/615313402421>

manifeste pas encore sur le marché du travail : le taux de chômage est tombé à un nouveau point bas de 4.4 % en octobre 2006. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont augmenté fortement, à cause d'une nette hausse des salaires et d'un ralentissement de la productivité, qui s'est quasiment immobilisée. Mais ces augmentations des rémunérations semblent dues à des facteurs exceptionnels comme l'exercice d'options d'achat d'actions plutôt qu'une inflation du coût du travail, et les données fourniraient être sujettes à d'importantes révisions dans l'avenir. En effet, l'indice du coût du travail, qui est plus fiable, indique que les coûts du travail demeurent contenus. Dans la zone euro, l'accélération de la croissance économique se traduit par une

Tableau I.3. La croissance des salaires s'accélère

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ¹
	Pourcentage de variation					
Productivité du travail						
États-Unis	0.9	2.8	2.5	2.8	1.8	2.0
Japon	0.9	1.4	2.0	2.1	2.3	2.6
Zone euro	0.3	0.2	0.4	0.8	0.5	2.0
Rémunération par employé						
États-Unis	2.8	3.7	3.9	4.5	3.9	7.7
Japon	-1.0	-1.8	-1.5	-1.6	0.6	-0.2
Zone euro	2.6	2.6	2.3	1.8	1.3	2.1
Rémunération réelle par employé²						
États-Unis	0.4	1.9	1.7	1.6	0.9	4.3
Japon	0.3	-0.2	0.0	-0.4	2.1	0.9
Zone euro	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.5	0.4

1. Première moitié de 2006 par rapport à la deuxième moitié de 2005, annualisé.

2. Divisé par le déflateur du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/310126828228>

plus forte progression de l'emploi et une baisse des taux de chômage. La progression des salaires s'accélère sans doute quelque peu, mais cela est largement compensé par une amélioration de la croissance de la productivité. Au Japon, les nombreuses créations d'emplois ont ramené le taux de chômage à son niveau le plus bas depuis 1998. Bien que les entreprises recourent davantage à l'emploi à durée indéterminée, les salaires restent modérés, car des travailleurs précédemment découragés réintègrent le marché du travail et la position de négociation des salariés est faible.

Les grandes économies qui ne font pas partie de la zone de l'OCDE ont encore largement soutenu l'activité économique mondiale, à l'exception du Brésil, qui ne s'est pas encore totalement remis d'un bref recul conjoncturel. En Asie, la Chine joue toujours un rôle moteur, avec un taux de croissance du PIB de 10-11 % ces derniers trimestres. L'activité bénéficie d'une large assise du côté de la demande et s'appuie sur un potentiel de croissance en hausse grâce à l'expansion vigoureuse du stock de capital. L'économie indienne a, elle aussi, continué à croître rapidement, la croissance en 2006 n'ayant que légèrement subi les effets d'une évolution négative des termes de l'échange due à la hausse des prix du pétrole et à un resserrement de la politique monétaire. En Russie, la croissance a vivement redémarré après un premier trimestre faible, tirée par l'investissement fixe et la consommation privée.

Les économies émergentes continuent à croître rapidement

Les forces à l'œuvre et les risques

Les marchés de l'énergie se sont apaisés et les prix des matières premières se sont stabilisés

Après avoir atteint des sommets historiques cet été, les prix du pétrole ont marqué une nette correction à la baisse. Aux États-Unis, les prix à la consommation finale de l'essence, du gaz naturel et du fioul domestique ont également baissé par rapport à leurs niveaux records (graphique I.2). Au moment de la rédaction de ce numéro des *Perspectives économiques*, les cours du brut de qualité Brent fluctuaient autour de 58 dollars le baril, soit légèrement au-dessus de leur niveau de début d'année. Ce repli tient sans doute à une diminution de la prime de risque intégrée dans les cours du pétrole, car les facteurs temporaires qui avaient fait monter les prix au premier semestre de cette année se sont estompés. Plus précisément, les éléments suivants ont probablement exercé un large impact sur l'évolution récente des prix.

Les prix de l'énergie se sont repliés

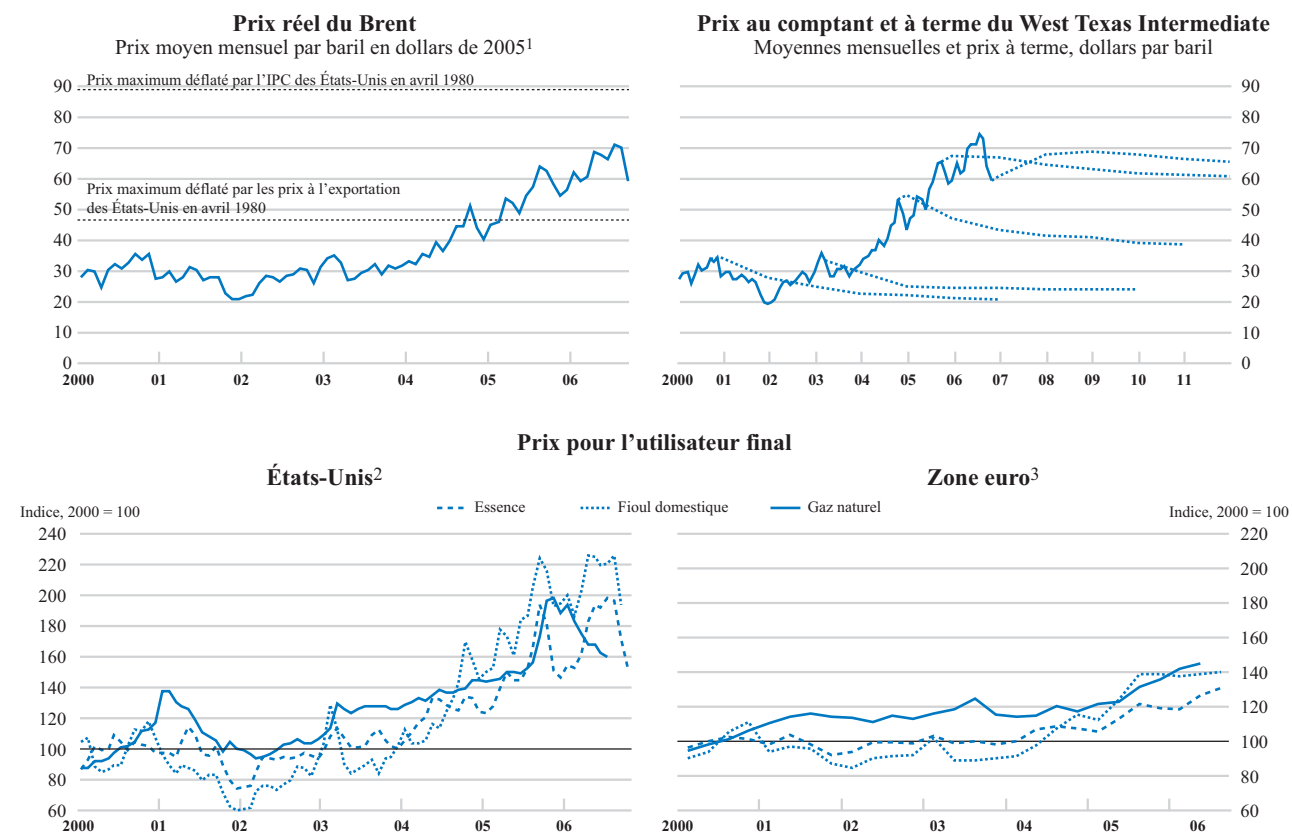
- Les tensions géopolitiques paraissent s'être quelque peu atténuées, la période des cyclones dans le Golfe du Mexique a été moins désastreuse qu'il y a un an et les ruptures d'approvisionnement ont été moins marquées que prévu. Les signes de ralentissement de l'activité aux États-Unis ont contribué eux aussi à affaiblir les pressions qui s'exerçaient sur les prix.
- De plus, aux États-Unis, la crainte qu'une spécification plus stricte des produits n'entraîne des goulets d'étranglement dans le raffinage s'est atténuée après l'été boréal.
- On peut observer que les hausses passées des prix du pétrole ont incité les consommateurs à économiser, notamment en adoptant des solutions de remplacement moins coûteuses. Le gaz naturel, en particulier, remplace de plus

Les tensions et les risques paraissent un peu plus faibles dans un contexte de ralentissement de l'activité

Il y a moins de goulets d'étranglement au niveau du raffinage

On constate des effets de substitution

Graphique I.2. Les marchés de l'énergie se sont apaisés



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. Moyennes mensuelles. Pour les États-Unis, le prix du fioul domestique est le prix comptant New York harbor No. 2, fab.

3. 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° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/578866168212>

en plus le fioul domestique. En fait, la demande de pétrole dans l'ensemble de la zone de l'OCDE pourrait bien s'être légèrement contractée en 2006, alors qu'une hausse aurait été tout aussi plausible.

Mais les prix ne devraient pas baisser beaucoup plus

Malgré tout, il semble improbable que les prix baissent dans l'immédiat aux niveaux observés il y a quelques années. L'augmentation de la consommation de pétrole étant due de plus en plus à la vive croissance des économies émergentes, il faut encore s'attendre à une forte augmentation de la demande mondiale de pétrole – surtout lorsque ces économies subventionnent la consommation de combustibles¹. Du côté de l'offre, les capacités de la production de brut de l'OPEP augmentent, en partie pour remplacer la production perdue en Irak et au Venezuela, et des investissements en progression devraient sensiblement accroître l'offre en dehors de l'OPEP.

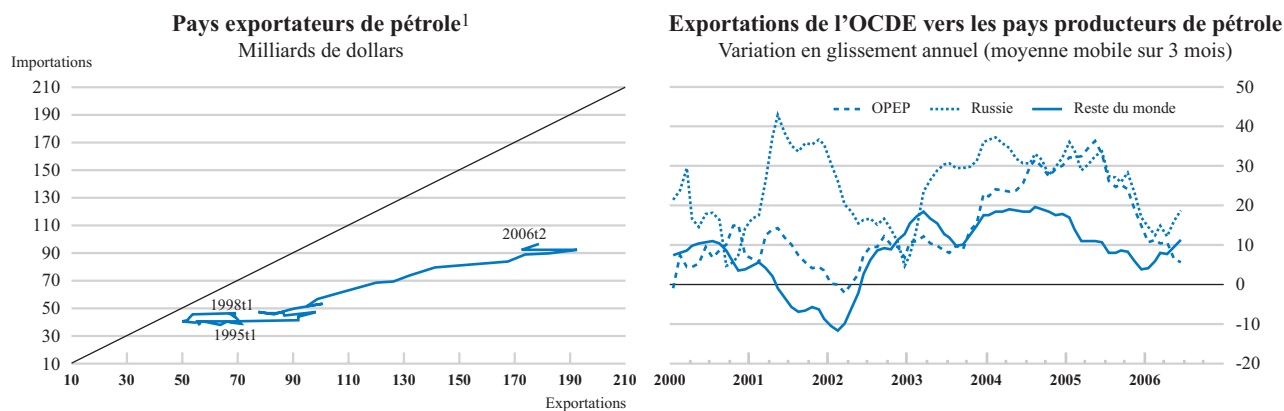
1. Les combustibles ménagers et l'électricité sont en moyenne les plus subventionnés. De plus, dans un grand nombre de pays hors OCDE, les prix du gaz sont fixés pour une large part sans tenir compte de la situation du marché international.

Toutefois, le volant de capacités inutilisées au niveau mondial devrait rester faible, car les investissements en amont sont limités et de longs délais s'écoulent entre la décision d'investissement et l'achèvement du projet². En conséquence, les prix de l'énergie devraient rester instables face aux fluctuations, effectives ou attendues, de l'offre et de la demande. L'OPEP a fait connaître récemment sa décision de réduire ses quotas de production pour éviter de nouvelles baisses de prix. En conséquence, la courbe pour les contrats à terme est à la hausse pour 2007 (graphique I.2), et le prix pour les contrats à long terme correspond à peu près au prix au comptant³.

La demande à l'importation des pays exportateurs de pétrole continue de soutenir la croissance du commerce mondial, mais les recettes pétrolières sont dépensées lentement, les dépenses à l'importation des pays exportateurs de pétrole ayant nettement diminué par rapport à leurs recettes à l'exportation (graphique I.3, partie gauche). En fait, les exportations de marchandises de l'OCDE à destination des pays de l'OPEP se sont ralenties entre le printemps de 2005 et le premier semestre de 2006 (graphique I.3, partie droite). La dépense des recettes pétrolières a été assez limitée en Russie, mais elle s'est accentuée ces derniers mois. Les excédents de balance courante des pays exportateurs de pétrole ont donc augmenté et certains de ces excédents ont contribué à accroître les actifs financiers étrangers détenus par des fonds de réserve pétroliers. Cela devrait avoir exercé un impact positif sur la valorisation des actifs financiers dans les pays de l'OCDE, tout en contribuant à maintenir à un bas niveau les taux obligataires. Avec un rythme faible de dépense des recettes pétrolières

La vitesse à laquelle les recettes pétrolières sont dépensées s'est ralentie

Graphique I.3. Les pétrodollars ne sont dépensés que lentement



Note : Biens, origine 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 : Fonds monétaire international et OCDE, base de données des Statistiques mensuelles du commerce international.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/385182857106>

2. Les risques politiques pour l'approvisionnement en énergie comprennent également les obstacles réglementaires potentiels à l'activité entrepreneuriale. Ces dernières années, certains pays ont réagi à la hausse des prix du pétrole en recentrant, au profit de l'État, la propriété des ressources, la participation aux projets et les conditions financières, de sorte qu'un niveau élevé des prix du pétrole n'améliore pas nécessairement l'environnement des investissements en amont.
3. La situation est différente de celle qui prévalait lors des périodes de hausse des prix du pétrole antérieures à 2005, où la courbe pour les contrats à terme était descendante et le prix pour les contrats à long terme était sensiblement inférieur au prix au comptant, ce qui voulait dire que les marchés escomptaient un retour à des prix plus faibles de l'énergie. Malgré tout, les prix des contrats à terme s'avèrent être un mauvais indicateur des prix au comptant futurs. Depuis la première moitié de 2005, au plus tard, le prix des contrats à long terme a évolué de la même manière que le prix au comptant, ce dont on peut conclure qu'il ne contient guère plus d'informations que le prix au comptant.

jusqu'à présent, la baisse récente des prix du pétrole pourrait en définitive avoir un effet plus expansionniste que d'habitude pour les économies de la zone de l'OCDE, car les producteurs de pétrole pourraient puiser dans les réserves financières accumulées précédemment pour ne pas avoir à réduire leurs importations.

Les prix de certains métaux, qui ont également atteint un point haut, pourraient baisser

Les prix des minerais et métaux ont atteint des niveaux records durant l'été de 2006. En dehors de l'expansion cyclique des économies de la zone de l'OCDE, la forte hausse de ces prix s'explique par la rapide progression de la demande de la part des économies émergentes d'Asie, en particulier la Chine. Mais, contrairement au marché de l'énergie, il existe une marge de baisse sensible des prix des métaux au cours des deux prochaines années, comme en témoignent les prix des contrats à terme. L'offre sur les marchés des métaux devrait s'accroître, la forte augmentation des dépenses de la prospection ces dernières années, notamment pour le cuivre, se traduisant vraisemblablement par une nette augmentation des capacités minières. En outre, la diminution des capacités de fonderie en Europe et en Amérique du Nord du fait de la hausse des coûts de l'énergie entraîne un redéploiement géographique des capacités de production au profit du Moyen-Orient, de l'Inde et de l'Islande, où l'énergie est moins onéreuse⁴.

Les conditions restent propices sur les marchés financiers

Les marchés financiers sont dynamiques

Bien que les politiques monétaires aient été durcies à travers le monde, la liquidité demeure abondante (appendice I.1) et la situation reste jusqu'à présent favorable sur les marchés financiers (graphique I.4) :

Les taux obligataires ont baissé

– Les taux obligataires, qui s'inscrivaient en hausse depuis le milieu de 2005, ont baissé de quelque 25 à 50 points de base. C'est aux États-Unis que la baisse a été la plus marquée.

Il ne faut pas trop tirer de conclusions de l'inversion de la courbe des taux

– Le tassement de la courbe des taux – et, dans le cas des États-Unis, sa légère inversion – ne doit pas être interprété comme indiquant que les intervenants sur les marchés s'attendent à une récession. Plusieurs facteurs structurels ont contribué à diminuer la prime à terme à un point tel que même de faibles effets à court terme sur les taux obligataires peuvent inverser la courbe⁵. L'un de ces facteurs est l'anticipation d'une baisse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis en raison d'une évaluation moins négative des tensions inflationnistes, notamment parce que l'évolution des prix de l'énergie s'est inversée.

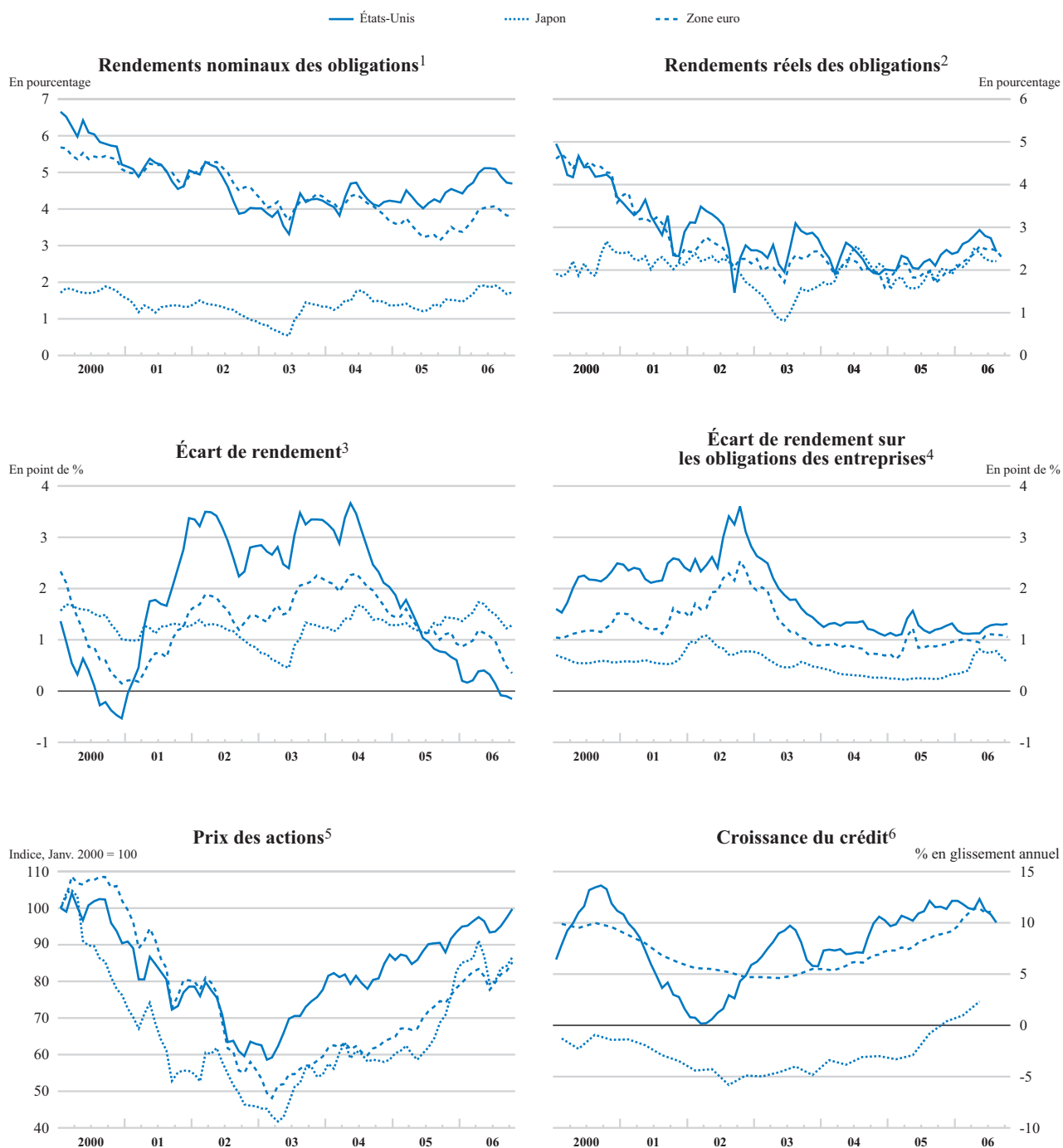
La bonne tenue des cours des actions s'explique par de solides fondamentaux

– Les marchés d'actions ont poursuivi leur tendance à la hausse, avec toutefois un bref mouvement de liquidation au printemps. Les cours des actions ont maintenant retrouvé sur certains marchés le niveau qu'ils atteignaient avant qu'éclate la bulle Internet, mais cela s'est accompagné d'une forte augmentation des bénéfices ; les coefficients de capitalisation des bénéfices restent quasiment conformes aux moyennes historiques.

4. La hausse des prix du pétrole a donc exercé des pressions à la hausse sur les prix des métaux. De même, les matières premières et denrées agricoles se sont renchéries à cause de la hausse des prix de l'énergie. Cela tient en partie à ce que certaines matières premières agricoles servent à produire des biocarburants, mais aussi à ce que les matériaux synthétiques carbonés sont délaissés au profit de substituts naturels comme le caoutchouc.

5. Ces facteurs structurels sont notamment un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes, un niveau d'épargne élevé *ex ante* et l'accumulation de réserves en devises dans les économies émergentes d'Asie, le recyclage des pétrodollars et les redéploiements des portefeuilles des fonds de pension en faveur des obligations pour faire face à leurs engagements imminents. Voir Ahrend, R., P. Catta et R. Price (2006), « Factors behind low long-term interest rates », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 490.

Graphique I.4. Les conditions financières restent favorables



1. Emprunts d'État à 10 ans, moyennes mensuelles.

2. Déflatés par l'inflation sous-jacente (déflateur de la consommation privée hors alimentation et énergie pour les États-Unis, indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie pour le Japon et indice des prix à la consommation harmonisé hors produits alimentaires non traités énergie pour la zone euro).

3. Écart entre les rendements des emprunts d'État à 10 ans et les taux du marché monétaire à trois mois.

4. États-Unis et zone euro : écart entre les rendements des obligations des entreprises Merrill Lynch BBB et les obligations d'État, basé sur les rendements moyens à 5-7 ans et 7-10 ans. Japon : écart entre le rendement des obligations des entreprises notées Baa et les rendements des emprunts d'État à 5 ans.

5. Wilshire 5000 pour les États-Unis, Nikkei 225 pour le Japon et FTSE Eurotop 100 pour la zone euro.

6. Crédits au secteur privé non financier.

Source : Réserve fédérale de États-Unis, Banque du Japon, Banque centrale européenne et Datastream.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/007118360465>

Les primes de risque prises en compte dans les taux obligataires sont faibles

- L'écart de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations publiques de référence s'est quelque peu creusé, mais l'écart pour les obligations à haut risque est nettement inférieur à la moyenne historique, les taux de défaillance étant faibles. L'indicateur synthétique de l'OCDE pour les primes de risque est lui aussi bien aligné sur les fondamentaux (appendice I.2).

La liquidité reste abondante partout

Les prix élevés des actifs observés ces dernières années tiennent à la faiblesse des taux d'intérêt et à une liquidité mondiale abondante du fait de l'accumulation de réserves officielles en dollars à travers le monde (voir ci-après). Mais cette situation pourrait également conduire les investisseurs à moins se préoccuper des risques ; on peut prendre à cet égard l'exemple des écarts de rendement obligataires par les marchés émergents, qui sont tombés d'une moyenne de 400 points de base environ au milieu de 2005 à 200 points de base à l'heure actuelle. Si les conditions monétaires devaient nettement se durcir et la liquidité se contracter, les primes de risque pourraient fortement augmenter. Malgré tout, cette crainte ne s'est pas concrétisée jusqu'à présent et pourrait rester sans objet dans un proche avenir. Il est difficile de déterminer le volume des liquidités, mais la liquidité au niveau mondial ne paraît pas avoir commencé à se ralentir, et encore moins à se contracter et, à en juger par les indicateurs de monnaie et de crédit, elle est encore bien supérieure à la normale sur une longue période.

L'immobilier résidentiel reste dynamique dans la plupart des pays

La construction résidentielle demeure dynamique en dehors des États-Unis

À la faveur de taux d'intérêt historiquement faibles pour les prêts hypothécaires et, dans certains cas, d'une croissance rapide de la population et d'une forte progression du revenu réel par habitant, l'investissement résidentiel a été ces dernières années l'un des principaux moteurs de l'expansion dans plusieurs pays de l'OCDE, en particulier les États-Unis et le Canada, mais aussi dans plusieurs pays européens (notamment la France, le Danemark, l'Espagne et l'Irlande). Mais les États-Unis ont connu dans ce secteur une nette décélération qui a sensiblement freiné l'activité économique ces derniers trimestres, l'immobilier commercial compensant en partie ce ralentissement. Vu le niveau actuel des mises en chantier – inférieur de 20 % au point haut de 2005 – il faudra probablement plusieurs années pour résorber le stock excédentaire de logements neufs, et la construction résidentielle risque encore de reculer ce qui semble probable au vu du récent reflux des demandes de permis de construire. On peut craindre en outre qu'une telle contraction se produise dans plusieurs autres pays où l'immobilier résidentiel a été dynamique et représente une forte part du PIB compte tenu de la croissance de la population – les principaux exemples étant la France, le Canada et le Danemark (graphique I.5). On observe déjà au Canada des signes de faiblesse dans la construction résidentielle.

Les prix pourraient à l'avenir atteindre un point haut sur plusieurs marchés

Les prix immobiliers en termes réels augmentent encore dans la plupart des pays, accentuant ainsi certaines des pressions et tensions qui se sont accumulées ces dernières années. Mais ils ont commencé récemment à ralentir dans certains pays (tableau I.4)⁶. Cela tient sans doute à ce que les prix en termes réels des logements ont divergé de plus en plus des paramètres financiers fondamentaux sur plusieurs

6. À en juger par plusieurs indicateurs, les prix des logements baissent déjà en termes nominaux aux États-Unis. Ils continuent d'augmenter en glissement annuel selon l'indice de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), qui se fonde uniquement sur les prix des transactions, alors que le prix médian des logements existants calculé par les agents immobiliers a baissé de 1.7 % en glissement annuel en août pour la première fois depuis au moins dix ans (mais ce dernier indice ne prend pas en compte l'évolution de la qualité des logements).

Graphique I.5. Investissement résidentiel et croissance de la population



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80 et OCDE, base de données des Statistiques de la population active.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/480703846584>

Tableau I.4. Les prix réels des logements décroissent sur certains marchés

Pourcentage de variation annuel

	1995-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ¹
États-Unis	2.3	5.0	5.2	4.5	7.8	9.6	7.3
Japon	-2.6	-3.4	-3.8	-5.2	-6.1	-4.6	-4.4
Allemagne	-1.6	-1.9	-3.3	-2.0	-3.8	-1.9	-2.0
France	2.1	6.0	6.2	9.4	12.6	13.2	10.9
Italie	-0.9	5.7	6.8	7.3	7.5	5.2	4.4
Royaume-Uni	8.2	6.8	14.6	14.2	10.4	3.4	2.3
Canada	0.0	2.0	7.7	6.5	7.5	7.6	9.1
Australie	3.5	6.5	15.3	15.0	4.1	-1.1	1.5
Danemark	6.7	3.4	1.3	1.1	7.9	15.6	22.4
Espagne	2.6	6.5	12.9	16.4	14.8	10.9	6.9
Finlande	7.8	-3.5	8.3	4.5	5.9	5.1	9.8
Irlande	17.6	4.1	5.6	11.4	9.1	9.4	11.7
Pays-Bas	11.6	5.6	4.3	2.4	2.9	3.3	3.1
Norvège	9.3	3.9	3.6	-0.7	9.6	6.6	8.4
Nouvelle-Zélande	1.7	-0.8	6.6	17.3	15.2	11.1	6.7
Suède	6.3	5.1	4.3	4.2	8.2	8.1	11.5
Suisse	-2.5	0.9	4.0	2.3	1.5	-0.1	1.8
Zone euro ^{2,3}	1.3	3.3	4.1	5.7	5.8	5.5	4.4
Total des pays ci-dessus ³	1.7	3.3	4.5	4.4	5.4	5.7	4.6

1. Première moitié de 2006 par rapport à la première moitié de 2005.

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

3. 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/10.1787/851676067418>

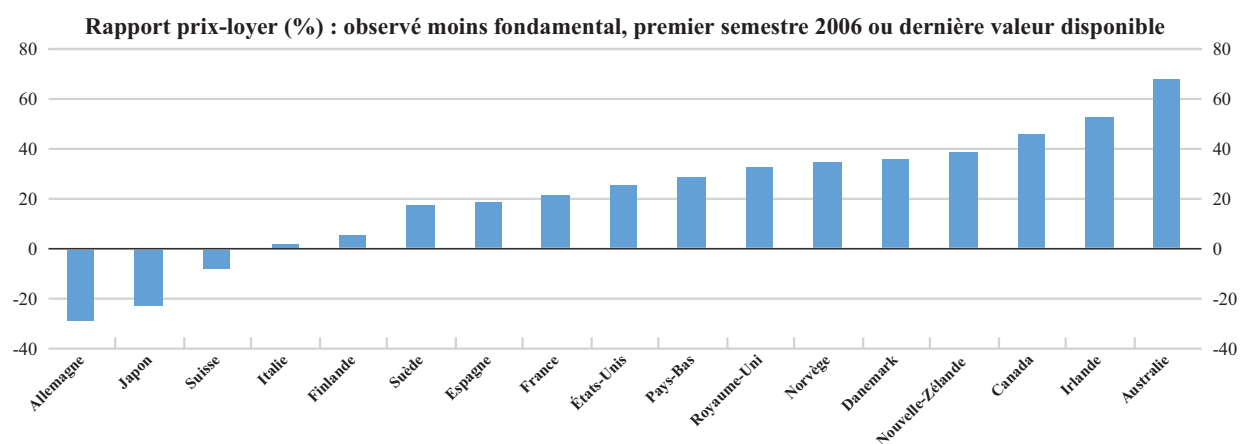
marchés, en particulier certains pays anglophones et les pays nordiques (graphique I.6, partie supérieure)⁷. La probabilité est encore relativement faible que les prix des logements baissent en termes réels cette année ou l'an prochain, mais elle pourrait rapidement être supérieure à 50 % si les taux d'intérêt devaient nettement augmenter, en particulier aux États-Unis et en France ainsi qu'au Danemark (graphique I.6, partie centrale et appendice I.3).

Le marché du logement devrait moins soutenir la consommation

Une baisse des prix des logements, si elle devait se produire, ou même une simple stabilisation des prix, pourrait se répercuter négativement sur la consommation en réduisant l'extraction de liquidité sur les hypothèques et en influant sur la perception de la richesse ne serait ce que force que les ratios d'endettement des ménages

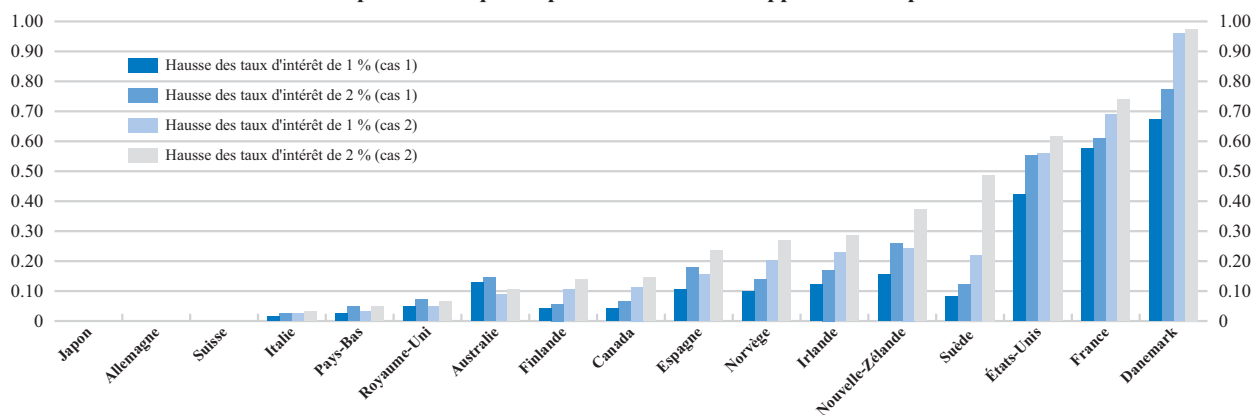
7. Le calcul du rapport prix/loyers fondamental repose sur l'hypothèse que les primes de risque pour le logement restent inchangées dans le temps. En réalité, elles ont eu sans doute tendance à baisser, parce que les innovations dans les prêts hypothécaires ont eu tendance à rendre le marché du logement plus liquide. Dès lors, le rapport prix/loyers fondamental pourrait être plus élevé qu'on le considère actuellement et l'écart au rapport effectif prix/loyer serait plus faible. Mais on sait que le calcul d'une prime de risque est complexe et que les primes de risque peuvent également subir un phénomène de sous-ajustement et revenir aux niveaux historiques parallèlement aux taux d'intérêt ; voir Campbell, S.D., A. Morris, J. Gallin et R.F. Martin (2006), « A trend and variance decomposition of the rent-price ratio in housing markets », Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, n° 2006-29.

Graphique I.6. Évaluation des marchés immobiliers et de leur impact



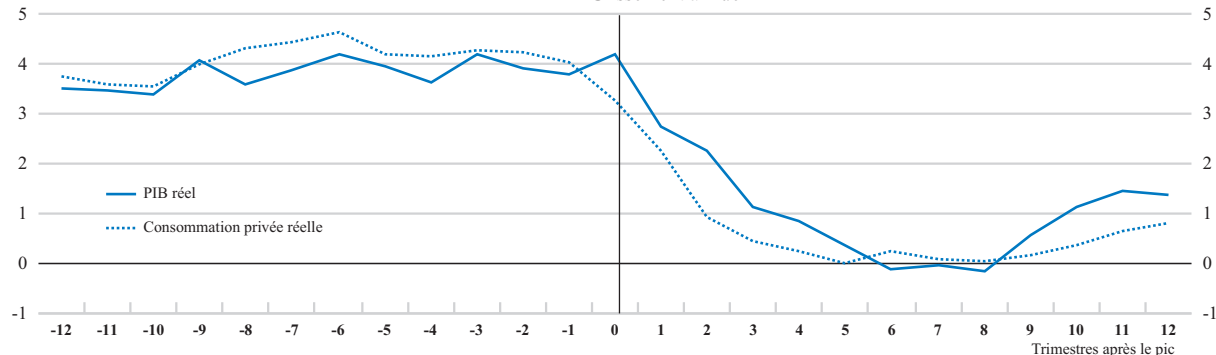
Note : Le rapport prix-loyer fondamental est égal au taux de rendement désiré du logement dans une optique de gestion d'actifs. Ce taux de rendement est la somme du taux d'intérêt représentatif des hypothèques après impôts en termes réels, du taux de l'impôt sur la propriété immobilière et du taux de dépréciation. Pour plus de détail, voir 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.

La probabilité que les prix de l'immobilier approchent un pic



Note : Le cas 1 se réfère à la situation dans laquelle le choc de taux d'intérêt survient au niveau des prix réels du logement observé au deuxième trimestre de 2006. Le cas 2 suppose que les prix réels du logement augmentent (ou baissent) encore au rythme observé lors des quatre trimestres précédents pendant un an avant l'occurrence du choc. Un pic précède une chute d'au moins 15 % des prix réels du logement sur une période d'au moins 6 trimestres, après une hausse d'au moins 15 % sur une période d'au moins 6 trimestres.

PIB et consommation réels pendant les principales phases de baisse de l'immobilier



Note : Croissance moyenne pendant les principales phases de baisse de l'immobilier dans une sélection de 18 pays de l'OCDE. Les principales phases de baisse sont définies comme celles qui excèdent 15 % en termes réels (Voir *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 78, tableau III.6).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80 et calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/584484704683>

Encadré I.1. Les ajustements récents sur les marchés du logement

Au cours des dernières années, le Royaume-Uni, l'Australie, la Finlande et les Pays-Bas ont connu un net ralentissement des prix réels des logements. A l'exception du cas néerlandais, la croissance de la consommation des ménages a bien résisté à ces ajustements intervenus sur les marchés du logement et aux Pays-Bas l'essentiel du ralentissement de la consommation est attribuable à d'autres causes que le ralentissement des prix de l'immobilier résidentiel. En outre, un certain nombre de facteurs spécifiques ont joué un rôle. En particulier :

- Au Royaume-Uni, la hausse des prix des logements en termes réels s'est très nettement ralenti par rapport à son point haut de 2002. L'ajustement a été déclenché au départ par une baisse de la demande de logements due au recul de la bourse, puis par un resserrement de la politique monétaire. L'évolution de la consommation des ménages a été assez parallèle à celle des prix des logements en termes réels. On a pu observer une « déconnexion » temporaire en 2001-2002, lorsque l'effet de richesse positif dû au logement (à la suite d'un assouplissement de la politique monétaire) a été compensé par un effet de richesse négatif ayant pour origine la baisse des actions, mais le lien s'est vite rétabli quand l'effet boursier ne s'est plus fait sentir. Plus récemment, l'assouplissement des restrictions à l'entrée de travailleurs migrants, en 2004, s'est traduit par une plus forte demande de logements, qui a en partie neutralisé l'impact du resserrement de la politique monétaire sur les prix immobiliers en termes réels.
- En Australie, les prix des logements en termes réels se sont sensiblement ralentis en 2004 suite au durcissement de la politique monétaire, mais leur niveau est pratiquement stable depuis lors. La consommation des ménages a été finalement touchée, mais la croissance est restée relativement solide. Le principal facteur qui explique la résistance de la consommation face à la stabilisation des prix des logements – mais aussi la résistance même du

marché du logement – est l'évolution favorable des termes de l'échange dont l'économie australienne a bénéficié grâce à la forte hausse des prix de l'énergie et d'autres produits de base.

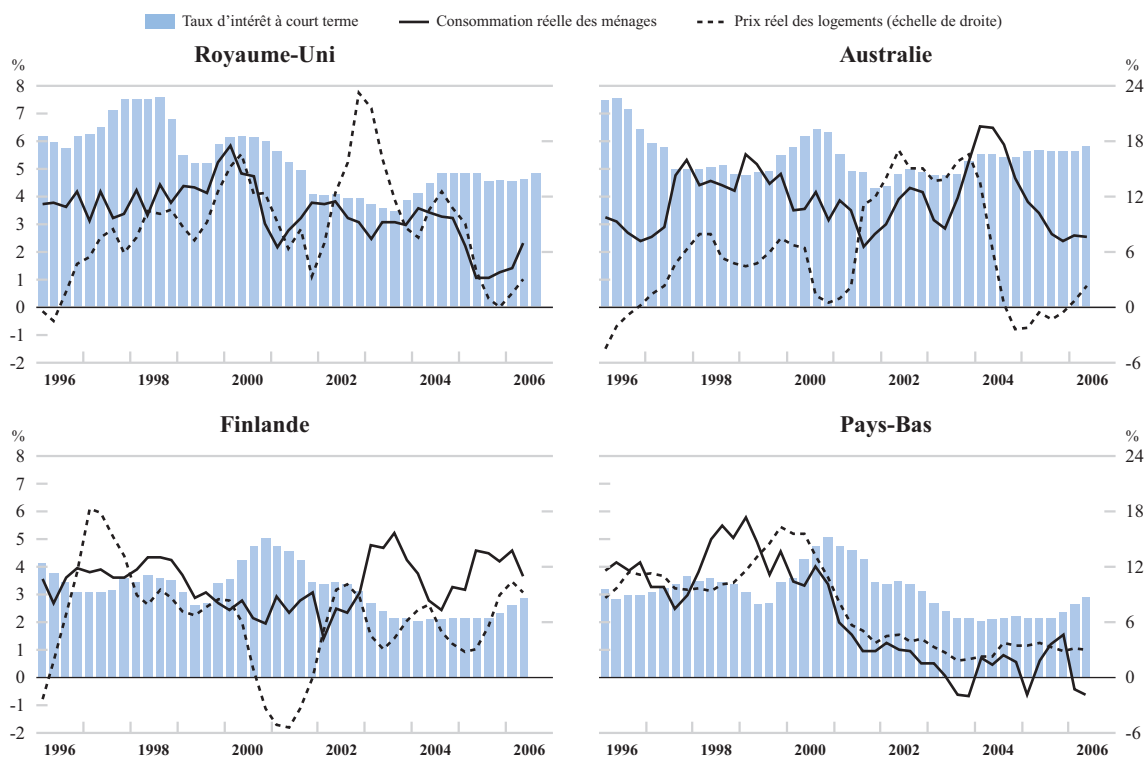
- En Finlande, les séquelles de la crise immobilière et financière profonde du début des années 90 font que de nombreux Finlandais hésitent à s'endetter fortement et l'extraction hypothécaire est insignifiante. Comme en Australie et au Royaume-Uni, les taux des prêts hypothécaires sont généralement révisables et de ce fait dépendent fortement des taux du marché monétaire. En 2000-2001, les prix des logements en termes réels ont réagi négativement à la crise dans le secteur des technologies d'information et de communication (TIC), auquel le marché boursier finlandais est très exposé. Mais la politique monétaire de la Banque centrale européenne ayant été assouplie en conséquence, le service des prêts hypothécaires a été allégé et la consommation a progressé.
- Aux Pays-Bas, la consommation aussi bien que les prix du logement se sont contractés en 2000-2001. Néanmoins, la consommation a souffert principalement d'une chute du revenu disponible des ménages parce que les contributions aux fonds de pension ont dû être augmentées pour compenser les moins values occasionnées par l'éclatement de la bulle des marchés d'actions. Contrairement au Royaume-Uni, le marché du logement n'a donc pas amorti les effets négatifs de patrimoine dus au marasme boursier pour plusieurs raisons : les prix des logements étaient déjà excessifs, l'investissement immobilier est devenu moins attrayant avec la suppression de niches fiscales et les crédits à la consommation garantis par hypothèque immobilière ont parfois été réinvestis en actions durant la bulle Internet, de sorte que certains ménages se sont retrouvés dans une situation patrimoniale négative après l'éclatement de la bulle.

sont à des niveaux historiquement élevés dans plusieurs pays (chapitre III). Si l'on considère le passé, les répercussions négatives pourraient être très marquées en cas de forte baisse des prix des logements⁸, la croissance moyenne de la consommation et du PIB tombant de 4 % environ avant un pic sur le marché du logement à quasiment zéro par la suite (graphique I.6, partie inférieure). Les Pays-Bas ont connu récemment un tel phénomène : la consommation a beaucoup souffert d'un ralentissement des prix des logements en termes réels alors que les autres marchés d'actifs se contractaient également et que la politique monétaire ne pouvait pas amortir la baisse (encadré I.1). Mais on peut rester plutôt optimiste si l'on en juge par l'évolution récemment observée au Royaume-Uni, en Australie et en Finlande, où la hausse des

8. Une forte baisse correspond à un recul des prix des logements en termes réels d'au moins 15 % jusqu'au point bas suivant, sur une période d'au moins six trimestres.

Encadré I.1. Les ajustements récents sur les marchés du logement (suite)

Épisodes d'ajustement du logement dans quatre pays



Note : Variation en glissement annuel pour la consommation des ménages et le prix réel des logements. Pour les Pays-Bas, la baisse en 2006 est due à une réforme du système de santé.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/586787538722>

prix des logements en termes réels s'est ralentie en ayant apparemment peu d'effets sur l'activité macroéconomique dans un contexte d'amélioration de la résistance macroéconomique et à la faveur d'un certain nombre de facteurs spécifiques.

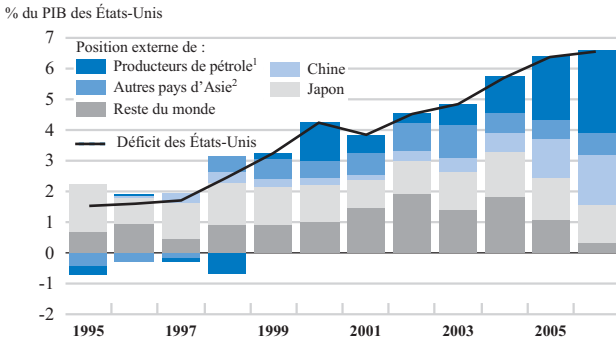
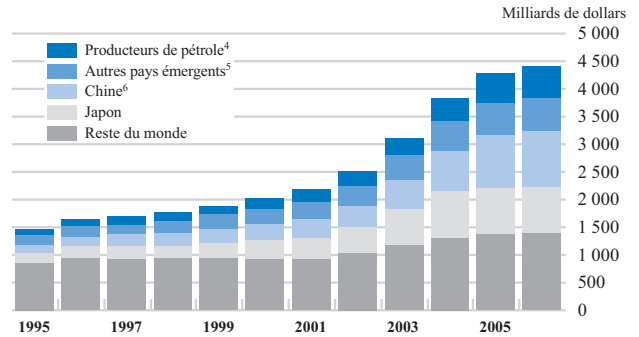
Les déséquilibres mondiaux persistent

Les déséquilibres mondiaux de balance courante se révèlent tenaces. On estime que le déficit extérieur des États-Unis dépassera 850 milliards de dollars (6½ pour cent du PIB) en 2006. Toutefois, la composition géographique de la position extérieure globale des pays en excédent s'est rapidement modifiée. Avant la forte hausse des prix du pétrole de 2004-2006, l'accumulation d'excédents était essentiellement le fait des économies émergentes d'Asie. Mais, depuis 2004, une proportion croissante du déficit des États-Unis a sa contrepartie dans les pays producteurs de pétrole, qui

Les déséquilibres mondiaux de balance courante demeurent très marqués

Graphique I.7. Les déséquilibres des comptes courants s'aggravent et les réserves officielles gonflent

Déficit courant des États-Unis et ses contreparties mondiales

Réserves officielles³

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. Fin de l'année, sauf pour 2006, fin du premier trimestre.
 4. Russie, Afrique et Moyen-Orient.
 5. Taïpei chinois ; Singapour et la Corée.
 6. Chine et Hong-Kong.
 Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80 et Fonds monétaire international.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/515078676738>

dégagent un excédent estimé pour 2006 à près de la moitié du déficit extérieur des États-Unis (graphique I.7, partie gauche).

Le financement du déficit extérieur des États-Unis continue à s'opérer sans heurts

La persistance du déficit de balance courante des États-Unis sans pressions sur les taux d'intérêt tient à une série de facteurs :

La position débitrice nette des États-Unis reste maîtrisée...

- Malgré un déficit qui est élevé et ne cesse d'augmenter jusqu'à présent, la position débitrice nette des États-Unis reste pratiquement inchangée depuis quatre ans en proportion du PIB. Cela est dû en partie au rendement comparativement faible des investissements étrangers en actifs américains (essentiellement des titres publics et quasi publics). Un autre élément joue : les gains que les investisseurs américains dégagent sur leurs avoirs extérieurs, associés à la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des pays où sont effectués les investissements américains, aux fortes plus-values sur ces actifs et à un taux de rendement élevé⁹.

... tandis que les réserves mondiales en dollars continuent de s'accroître rapidement

- Les réserves accumulées par des banques centrales d'Asie ont largement soutenu le dollar et les actifs libellés en dollars. Après la crise asiatique de la fin des années 90, les pays qui avaient connu de graves difficultés monétaires se sont constitué un « trésor de guerre » sous la forme de réserve en devises en vue de parer à de nouvelles attaques, et la Chine a fortement augmenté ses réserves officielles en dollars en limitant l'appréciation de son taux de

9. Cela tient à la forte proportion d'avoirs extérieurs américains investis en actions. On peut observer un phénomène similaire au Royaume-Uni, où l'écart de rendement entre les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs est même encore plus marqué, c'est-à-dire suffisant pour compenser le déficit commercial, ce qui s'explique en partie par le rapatriement de bénéfices des sociétés pétrolières dans un contexte particulièrement favorable sur les marchés pétroliers.

change¹⁰. Depuis quelque temps, les pays exportateurs de pétrole jouent un plus grand rôle à cet égard. Au total, les achats officiels de dollars des États-Unis (même si les producteurs de pétrole investissent une partie de leurs pétrodollars dans des structures *ad hoc* qui ne sont pas prises en compte dans les réserves officielles) se sont poursuivis sans fléchir à un rythme annuel supérieur à 500 milliards de dollars (graphique I.7, partie droite). Certains pays en excédent ont commencé de consacrer une plus forte proportion de leurs réserves à d'autres monnaies, mais on estime que les deux tiers des réserves restent détenus en dollars des États-Unis.

Une réduction de déficit de balance courante des États-Unis semble inévitable à un moment ou à un autre, et il faudra probablement pour cela un nouvel ajustement du taux de change du dollar. Mais il est difficile de prévoir à quel moment cette réduction se produira et ce qui la déclenchera. Quel que soit l'élément déclencheur, une telle évolution pourrait se traduire par d'amples fluctuations non seulement des taux de change, mais aussi des taux d'intérêt, qui se répercuteront sur les composantes de la demande sensibles aux taux d'intérêt (en particulier le logement) et qui pourraient s'étendre aux marchés d'actions et aux marchés financiers émergents. Les faibles primes de risque sur la plupart des actifs financiers montrent qu'un brusque retournement est actuellement considéré comme assez lointain par les intervenants sur les marchés financiers. Néanmoins, le faible niveau des primes de risque tient en partie à l'abondance de la liquidité (voir ci-dessus) et il pourrait rapidement s'inverser lorsque les déséquilibres mondiaux se résorberont.

Enfin, la persistance des déséquilibres mondiaux risque de renforcer les attitudes protectionnistes, l'enlisement des négociations du cycle de Doha témoignant de cette éventualité. C'est pourquoi il est d'autant plus souhaitable de donner un nouvel élan à l'effort de libéralisation des échanges et de l'investissement direct étranger.

Mais les déséquilibres paraissent devoir s'inverser à un moment ou à un autre

Il faut résister aux attitudes protectionnistes

De bonnes perspectives de croissance

Tout bien considéré, les perspectives pour la zone de l'OCDE restent favorables, même s'il ne faut guère attendre de la politique monétaire ou de la politique budgétaire qu'elles soutiennent la croissance (encadré I.2). Aux États-Unis, la confiance des consommateurs s'est améliorée par rapport à ses faibles niveaux récents, bien que les anticipations des entreprises aient quelque peu fléchi récemment (graphique I.8). Les anticipations des entreprises restent supérieures à la moyenne à long terme et les consommateurs ne s'étaient pas montrés aussi confiants depuis quatre ans. Au Japon, les entreprises sont plus optimistes et la confiance des consommateurs atteint son niveau le plus élevé depuis plus d'une décennie. Les modèles d'indicateurs de l'OCDE – qui traduisent les données à haute fréquence en estima-

Les grandes économies de l'OCDE débiteront en 2007 à un rythme globalement satisfaisant

10. Comme on l'a indiqué, l'ancrage du taux de change explique en partie l'excédent de balance courante de la Chine, alimenté par une croissance rapide des exportations qui s'appuie sur une forte compétitivité, laquelle gonfle les bénéfices des entreprises et les recettes publiques. En l'absence d'un système financier local efficace en Chine, le niveau élevé des bénéfices n'a guère d'effet multiplicateur. De plus, l'ancrage du taux de change oblige les autorités monétaires chinoises à maintenir de faibles taux d'intérêt, mais cela les oblige aussi à réguler les effets de retombée de la liquidité en procédant à des opérations d'open market et en soumettant les prêts bancaires à des contrôles administratifs.

Encadré I.2. 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 présentes prévisions, cela signifie que :

- Pour les États-Unis, on suppose que les baisses d'impôts qui viennent à expiration seront prorogées et que l'impôt minimum alternatif sera indexé, tandis que les dépenses en termes réels progresseront lentement. Sur la base de ces hypothèses, le déficit des administrations publiques devrait être proche de 3 % du PIB au cours de la période examinée.
- Au Japon, l'assainissement budgétaire devrait être réalisé comme annoncé par une maîtrise des dépenses prenant la forme d'une nouvelle réduction de l'investissement public et d'une diminution des effectifs de la fonction publique. De plus, la suppression de l'allégement temporaire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques introduit en 1999 et l'augmentation du taux des cotisations de retraite majoreront les recettes publiques d'environ ½ pour cent du PIB en 2007 et en 2008.
- Dans la zone euro, les budgets pour 2007 comportent un faible assainissement des finances publiques en 2007, le déficit tombant de 2¼ pour cent du PIB en 2006 à 1¾ pour cent, mais on ne table guère sur de nouvelles mesures d'assainissement pour 2008. Le relèvement de trois points de la taxe sur la valeur ajoutée programmé pour 2007 en Allemagne a été pris en compte dans les prévisions, de même qu'une série de mesures qui compensent en partie ce relèvement, notamment une baisse des cotisations de sécurité sociale.

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. À mesure que l'inflation tendancielle se ralentira et que l'emploi progressera au cours de la période examinée, deux baisses de 25 points de base sont supposées intervenir, ramenant ainsi le taux directeur à 4¾ pour cent à la fin de 2008.
- Dans la zone euro, dont l'économie devrait progressivement s'accélérer en 2007 et 2008, l'écart de production se contractant, le principal taux de refinancement est censé être relevé à deux reprises de 25 points de base pour atteindre 3¾ pour cent au milieu de 2007. Une hausse supplémentaire de 4 % devrait avoir lieu au début de 2008.
- Au Japon, le taux directeur à court terme est censé rester à ¼ pour cent jusqu'au troisième trimestre de 2007. Puis il serait relevé par palier de 25 points de base à trois reprises à intervalles de six mois pour atteindre 1 % à la fin de 2008.

On suppose que les taux de change se maintiendront à leur niveau du 13 novembre 2006, à un dollar des États-Unis pour 118 yen et 0.78 euro (soit un euro pour 1.28 dollar). Dans le cas de la Turquie, l'hypothèse est que la monnaie se déprécie parallèlement à l'écart d'inflation prévu vis-à-vis des États-Unis.

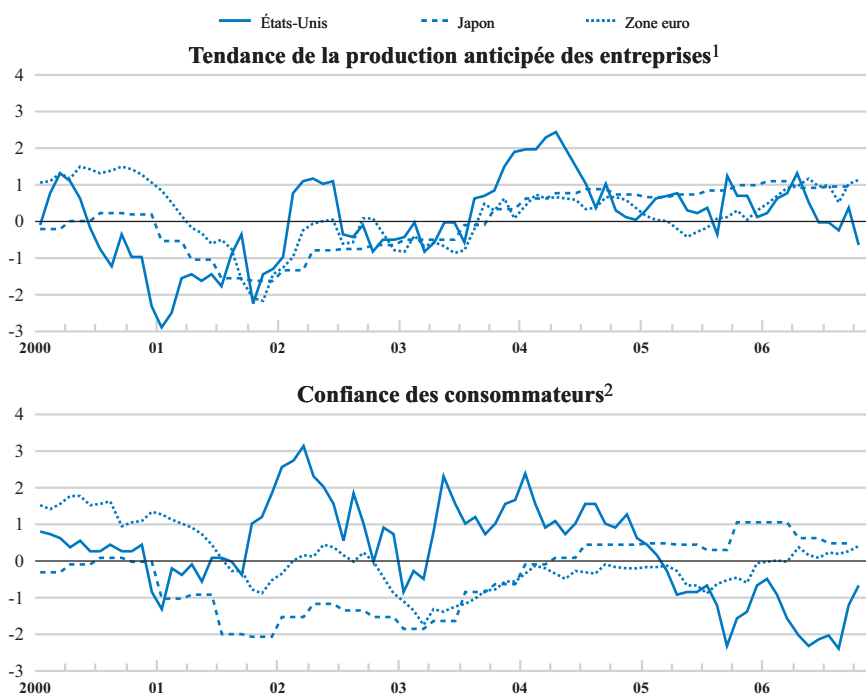
Les prix du pétrole ont nettement diminué depuis la date de publication des précédentes *Perspectives économiques*. À titre d'hypothèse de travail, le prix du brut de qualité Brent est censé rester constant à 60 dollars le baril en moyenne à partir du dernier trimestre de 2006 jusqu'à la fin de la période examinée. La hausse des prix des produits de base, après avoir marqué une pause à la fin de 2005, devrait reprendre à un rythme rapide, en particulier pour les métaux, mais elle est appelée à se ralentir durant la deuxième moitié de la période examinée du fait de l'accroissement de l'offre.

Les prévisions ont été établies à partir des données collectées jusqu'au 20 novembre 2006. Des précisions sur les hypothèses concernant les différents pays sont données dans chapitre II « Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres ».

tions ponctuelles de la croissance à l'horizon d'un ou deux trimestres – suggèrent qu'au dernier trimestre de 2006 et au premier trimestre de 2007 la croissance de l'activité demeure inférieure au potentiel aux États-Unis et supérieure à ce potentiel dans la zone euro et à moins qu'un nouveau fléchissement intervienne au quatrième trimestre¹¹ – aussi au Japon (tableau I.5).

11. 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, 2005/1.

Graphique I.8. La confiance est généralement 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 (Institute for Supply Management) ; 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 (Université du Michigan) ; Japon : Indice de confiance des consommateurs ; zone euro : Enquêtes sur l'opinion des consommateurs – Situation économique anticipée c.v.s.

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/340623328608>

Tableau I.5. La croissance demeure soutenue

Taux de croissance trimestriel du PIB en volume, en pourcentage¹

	Observé				Estimé	
	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1
États-Unis	0.4	1.4	0.6	0.4	0.4 (+/-0.5)	0.4 (+/-0.5)
Japon	1.0	0.8	0.4	0.5	0.3 (+/-0.5)	0.5 (+/-0.5)
Zone euro	0.4	0.8	0.9	0.5	0.7 (+/-0.4)	0.6 (+/-0.4)
Allemagne	0.3	0.8	1.1	0.6	0.5 (+/-0.5)	0.4 (+/-0.5)
France	0.2	0.5	1.2	0.0	0.5 (+/-0.4)	0.6 (+/-0.4)
Italie	0.0	0.8	0.6	0.3	0.5 (+/-0.4)	0.5 (+/-0.4)
Royaume-Uni	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6 (+/-0.3)	0.6 (+/-0.3)
Canada	0.6	0.0	0.5	0.4 (+/-0.1)	0.8 (+/-0.5)	..
7 grands pays de l'OCDE	0.4	1.0	0.6	0.4	0.4 (+/- 0.4)	0.5 (+/- 0.5)

1. Sur la base des données du PIB et d'indicateurs à haute fréquence publiés au 20 novembre 2006. 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° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/581135555025>

L'expansion devrait reprendre fermement aux États-Unis

En conséquence, la croissance de l'économie américaine devrait s'accélérer par rapport à son faible niveau actuel. Le marasme dans la construction résidentielle a freiné la croissance du PIB en 2006, mais il ne devrait pas s'étendre à d'autres grands secteurs d'activité et on peut penser qu'il prendra fin lorsque la construction de logements sera revenue à un niveau plus soutenable (tableau I.6). Un retour à une plus vive croissance devrait intervenir au milieu de 2007, mais on resterait légèrement en deçà du rythme potentiel au cours de la période examinée. L'atonie de la demande intérieure et le dynamisme des marchés extérieurs contribueront à stabiliser le déficit des opérations courantes à 6½ pour cent du PIB (tableau I.7). La croissance de l'emploi se ralentira et le taux de chômage devrait légèrement augmenter. L'inflation tendancielle¹² devrait progressivement se ralentir à mesure que s'estomperont les effets indirects des hausses antérieures des prix de l'énergie.

Tableau I.6. Les écarts de croissance reflètent la faiblesse du marché du logement aux États-Unis

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	2.4	2.8
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5
Investissement résidentiel	0.5	0.4	-0.2	-0.7	0.0
Variation des stocks	0.4	-0.3	0.3	0.0	0.0
Exportations nettes	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	-0.1
PIB	3.9	3.2	3.3	2.4	2.7
Japon					
Demande intérieure finale	1.7	2.3	1.8	1.5	1.5
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.7	1.1	1.4	0.7	0.5
Investissement résidentiel	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Variation des stocks	-0.2	0.1	0.2	-0.2	0.0
Exportations nettes	0.8	0.2	0.8	0.7	0.5
PIB	2.3	2.7	2.8	2.0	2.0
Zone euro					
Demande intérieure finale	1.4	1.7	2.5	2.2	2.3
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5
Investissement résidentiel	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Variation des stocks	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Exportations nettes	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.0
PIB	1.7	1.5	2.6	2.2	2.3
OCDE					
Demande intérieure finale	3.1	3.1	3.0	2.5	2.7
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.5	0.7	0.9	0.7	0.5
Investissement résidentiel	0.3	0.2	0.0	-0.2	0.1
Variation des stocks	0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0
Exportations nettes	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0
PIB	3.2	2.7	3.2	2.6	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° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/051616628726>

12. L'inflation tendancielle est définie comme la hausse de l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages (PCE), hors produits alimentaires et énergie.

Tableau I.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 volume					
Pourcentage de variation					
Commerce international ¹	10.8	7.7	9.6	7.7	8.4
dont: OCDE	8.6	6.0	8.3	5.9	6.8
ALENA	9.7	6.2	7.1	4.7	5.7
OCDE Asie-Pacifique	12.8	6.8	9.0	7.1	8.1
OCDE Europe	7.0	5.7	8.8	6.2	7.0
Non-OCDE Asie	18.0	12.4	12.7	11.9	12.2
Autre non-OCDE	12.8	10.0	12.1	11.1	10.6
Exportations de la zone OCDE	8.4	5.7	8.7	6.3	7.1
Importations de la zone OCDE	8.8	6.3	8.0	5.5	6.5
Prix du commerce extérieur²					
Exportations de la zone OCDE	9.0	3.5	3.2	2.8	1.0
Importations de la zone OCDE	9.0	4.8	4.5	2.6	1.0
Exportations de la zone non OCDE	11.2	10.1	6.3	1.7	2.1
Importations de la zone non OCDE	9.2	5.4	3.4	2.3	2.4
Balances des opérations courantes					
Pourcentage du PIB					
États-Unis	-5.7	-6.4	-6.6	-6.5	-6.6
Japon	3.7	3.7	3.8	4.5	5.3
Zone euro	0.8	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
OCDE	-1.2	-1.7	-2.0	-1.9	-1.8
Milliards de dollars					
États-Unis	-665	-792	-878	-909	-969
Japon	172	168	165	201	239
Zone euro	81	2	-31	-15	-7
OCDE	-383	-595	-741	-723	-730
Non-OCDE	309	532	705	658	655
Monde	-74	-63	-36	-65	-75

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° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/667842503244>

Dans la zone euro, la croissance devrait être légèrement supérieure à son taux potentiel, les ressources économiques inutilisées étant quasiment résorbées à la fin de 2008. Une demande intérieure plus forte devrait continuer de soutenir la reprise tandis que le commerce extérieur, devrait continuer de stimuler l'activité. Les investissements en équipements devraient augmenter à un rythme rapide, grâce à de confortables bénéfices et à des conditions financières favorables, malgré le durcissement de la politique monétaire. La croissance de la consommation privée fléchira au début de l'année prochaine à cause du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en Allemagne, mais reprendra sa progression par la suite, à mesure que la situation s'améliorera sur le marché du travail et que les effets décalés de la baisse des prix de l'énergie se feront sentir. Il faut s'attendre à un recul du chômage malgré le retour de travailleurs découragés sur le marché du travail. Les salaires devraient faire preuve de fermeté, mais l'inflation tendancielle resterait inférieure à 2 %.

Au Japon, la croissance devrait demeurer proche de son rythme potentiel à environ 2 % par an. Les exportations restent l'un des principaux moteurs de l'activité, à la faveur d'une vive croissance des marchés asiatiques, mais il faut s'attendre à un certain ralentissement reflétant la décélération prévue du commerce mondial. L'investissement

La zone euro devrait connaître une solide croissance

Au Japon, la croissance se ralentira progressivement à son rythme potentiel...

des entreprises s'appuiera sur de confortables bénéfiques, mais il devrait se ralentir. La faible progression des salaires et la suppression de l'allègement temporaire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques en 2006-2007 freineront la consommation privée dans l'immédiat. Mais les salaires devraient en définitive augmenter, avec toutefois un certain décalage, et l'inflation tendancielle passera progressivement à un chiffre positif.

... et ce sera le cas également dans la plupart des autres pays de l'OCDE

Parmi les autres pays de l'OCDE, le PIB devrait progresser au Royaume-Uni à un rythme proche de son taux potentiel, grâce à une croissance soutenue des dépenses de consommation et de l'investissement privé. Au Canada, l'activité devrait rapidement se réaccélérer pour atteindre un rythme de croissance avoisinant le taux potentiel, car l'ajustement dans la construction résidentielle vient à son terme et les exportations se redressent. L'Australie bénéficiera du dynamisme économique de l'Asie, mais l'activité restera relativement faible en Nouvelle-Zélande durant la majeure partie de la période examinée, à cause de l'appréciation antérieure de la monnaie. La plupart des pays nordiques connaîtront une croissance supérieure à la moyenne dans la zone euro, mais avec un ralentissement qui la ramènera vers le taux potentiel. De solides exportations et une demande intérieure dynamique devraient soutenir l'activité dans les pays qui ont récemment adhéré à l'Union européenne.

Les marchés émergents continuent d'alimenter la croissance

Tout en se ralentissant quelque peu, l'activité dans les grandes économies de marché émergentes restera l'un des principaux moteurs de la croissance économique mondiale. L'économie chinoise devrait encore connaître un rythme de croissance supérieur à 10 % ces deux prochaines années. L'expansion de l'économie indienne reviendra à un rythme plus soutenable à mesure que la politique économique se durcit. En Russie également, l'activité économique ralentira légèrement, dès lors que s'estomperont les gains liés à la hausse récente des prix du pétrole et du gaz. En revanche, l'activité économique devrait se réaccélérer au Brésil, mais à un rythme qui restera modéré.

Les enjeux de politique macroéconomique

Politique monétaire : assurer la stabilité des prix

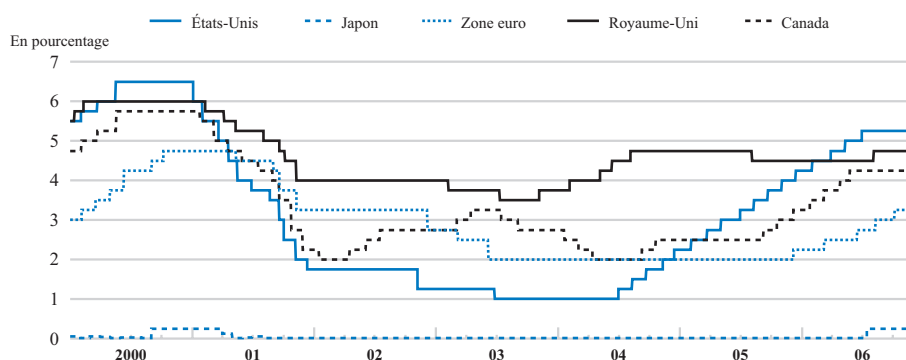
Les grandes économies se trouvent à un stade différent du resserrement monétaire

Les positions conjoncturelles étant différentes, l'orientation de la politique monétaire et les problèmes qu'elle pose varient d'un pays à l'autre (graphique I.9). Aux États-Unis, le niveau actuel du principal taux directeur, 5¼ pour cent, se maintient depuis l'été. Dans la zone euro, le taux directeur a été relevé à 3¼ pour cent, avec cinq hausses de ¼ point depuis la fin de 2005. Au Japon, la politique de taux zéro a pris fin et le principal taux directeur a été porté à ¼ pour cent en juillet 2006.

Il faut prendre en compte un large éventail d'indicateurs de l'inflation

Il est souhaitable que, pour déterminer leur politique, les autorités monétaires prennent en compte un large éventail d'indicateurs de l'inflation, surtout parce qu'à ce stade les conclusions qu'on peut tirer de l'indicateur d'inflation « tendancielle » et de l'indicateur d'inflation « globale » sont parfois divergentes. Les travaux de l'OCDE montrent que la mondialisation a tendance à se répercuter de plusieurs manières sur l'inflation (encadré I.3). Elle est à l'origine de pressions à la baisse sur les prix des produits manufacturés du fait de l'arrivée sur le marché des économies

Graphique I.9. 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/10.1787/062033366011>

émergentes à faibles coûts. Mais cet effet modérateur qui s'exerce sur l'inflation a été plus que compensé par la forte hausse des prix des produits de base, la demande de matières premières émanant des économies émergentes ayant beaucoup augmenté. Ces fluctuations très marquées et, parfois, erratiques des prix à l'importation font qu'il est plus difficile d'apprécier le rythme sous-jacent d'inflation dans les pays de l'OCDE, les analystes étant conduits de plus en plus à distinguer le taux classique d'inflation globale et divers indicateurs d'inflation tendancielle destinés à éliminer les influences erratiques. En s'appuyant sur tout un éventail d'indicateurs de l'inflation, on peut avoir une idée plus nette des incertitudes qui entourent l'évolution de l'inflation tendancielle dans les pays de l'OCDE. Au Japon, par exemple, l'inflation globale est devenue positive, et c'est également le cas des mesures « statistiques » de l'inflation tendancielle, notamment l'inflation médiane, qui exclut en général non seulement les biens et services dont les prix augmentent rapidement, mais aussi ceux dont les prix baissent rapidement (graphique I.10). L'inflation tendancielle hors produits alimentaires frais et énergie est toutefois restée négative, ce qui indique peut-être que les pressions déflationnistes n'ont pas été totalement éradiquées au Japon. De même, aux États-Unis et dans la zone euro, l'inflation tendancielle hors produits alimentaires et énergie a été ces dernières années nettement plus modérée que l'inflation globale et l'inflation médiane.

Aux États-Unis, l'inflation tendancielle¹³, qui joue un grand rôle dans la conduite de la politique monétaire, s'est accélérée à 2½ pour cent, en partie à cause des effets indirects des prix de l'énergie (graphique I.11). Elle devrait progressivement diminuer à mesure que s'estomperont ces effets et que l'activité économique se ralentira au-dessous de son rythme potentiel. L'inflation globale, fortement influencée par la baisse des prix de l'énergie, a déjà reculé (graphique I.10). À un rythme annuel d'environ 2½ pour cent, les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient augmenter un peu plus rapidement que l'inflation globale, les marges bénéficiaires élevées par rapport au passé qui ont été constituées ces dernières années absorbant la différence. En conséquence, un assouplissement de la politique monétaire pourrait

*Aux États-Unis,
le resserrement monétaire
est parvenu à son terme*

13. Variation de l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages, hors produits alimentaires et énergie ; voir la note 12.

Encadré I.3. Comment la mondialisation influe-t-elle sur l'inflation ?

Ces 25 dernières années, l'inflation s'est considérablement ralentie dans tous les pays de l'OCDE. Cette baisse s'est doublée d'un phénomène général de moindre instabilité de l'inflation. Dans le même temps, la production d'un grand nombre de biens et services s'est de plus en plus internationalisée et le niveau des échanges entre l'OCDE et des pays non membres a beaucoup augmenté en proportion du PIB de l'OCDE. On peut donc se demander dans quelle mesure l'évolution observée de l'inflation est imputable à l'intégration de plus en plus étroite des économies hors OCDE aux marchés mondiaux de biens et services.

L'encadré I.5 du dernier numéro des *Perspectives économiques* présentait des estimations préliminaires de l'effet de la mondialisation sur l'inflation. Il s'agissait de déterminer l'impact direct des importations à bas prix en provenance des marchés émergents sur la hausse des prix à la consommation aux États-Unis et dans la zone euro. Les travaux réalisés depuis lors se situent dans une plus large perspective, en tenant compte des effets indirects, à savoir l'impact de la politique de prix des entreprises des secteurs en concurrence avec les importations et l'impact, potentiellement neutralisant, de la forte croissance de la production dans les économies hors OCDE sur les prix des produits de base¹.

Une estimation conjointe, pour 21 pays de l'OCDE, de nouvelles équations de prix à la consommation et de nouvelles équations de forme réduite pour les prix réels du pétrole, des métaux et de trois catégories de produits agricoles a été effectuée. Les variables explicatives des équations de prix à la consommation sont les prix à l'importation, les coûts unitaires de main-d'œuvre et l'écart de production pour le pays considéré. Les équations de prix des produits de base relient les prix réels des produits de base à des indicateurs d'activité mondiale en niveau et en taux de croissance, et à des indicateurs de la part que les économies hors OCDE représentent dans les échanges mondiaux et dans le PIB mondial.

Sous l'angle de la mondialisation, cette analyse débouche sur plusieurs constats. En particulier, les prix à l'importation exercent une influence nettement plus marquée sur les prix intérieurs à la consommation depuis le milieu des années 90, au moment même où les pays non membres de l'OCDE ont participé de plus en plus aux échanges internationaux de biens et de services. L'impact des prix à l'importation sur les prix intérieurs a été estimé dans tous les pays, au cours de cette dernière décennie, nettement plus prononcé que celui correspondant à la part des biens et services importés dans la demande intérieure, ce qui veut dire que la concurrence des

importations à prix plus bas a fait pression sur les producteurs nationaux des secteurs en concurrence avec les importations dans le sens d'une réduction de leur marge sur les coûts intérieurs. Toutefois aucun impact significatif fiable de l'écart de production par rapport au niveau mondial en plus de celui lié aux prix à l'importation n'est constaté.

Une analyse de scénario a permis de quantifier l'impact de deux aspects de la mondialisation sur les prix à la consommation : la hausse des prix des produits de base attribuée à la forte croissance de la production dans les économies non membres et la baisse du taux moyen de croissance des prix à l'importation hors produits de base imputable à l'accroissement des échanges avec les économies non membres. Pour les produits de base, les équations estimées sont utilisées pour obtenir une évolution alternative des prix réels en accroissant le taux de croissance de la production dans les économies hors OCDE à partir de 2000. L'impact de ce changement se cumule dans le temps. Après cinq ans, il est estimé se traduire par une hausse de 10 % des prix des métaux et une hausse de 20 % (limite inférieure) et de 40 % (limite supérieure) des prix du pétrole. En ce qui concerne l'impact de la mondialisation sur les prix à l'importation hors produits de base, l'impact d'une baisse de 1 % de l'inflation annuelle comme limite inférieure et une baisse de 2 % comme limite supérieure, conformément aux estimations de plusieurs études sont également examinés.

Comme le montre le graphique ci-après, ces changements se sont presque toujours traduits au cours de la période 2000-2005 par une baisse de l'inflation dans toutes les économies de l'OCDE, toutes choses égales par ailleurs. L'impact s'avère plus marqué dans les économies européennes que dans les autres économies. Mais, même dans l'hypothèse d'effets nets maximaux, l'impact estimé sur la hausse annuelle des prix à la consommation se révèle faible dans la plupart des pays. L'impact à la limite supérieure est estimé à 0.2 point en moyenne pour les 21 pays de l'OCDE retenus dans l'échantillon. Mais, pour ces calculs, l'évolution des coûts intérieurs est considérée comme acquise. Dans la mesure où certains éléments de la mondialisation peuvent contribuer à limiter les coûts de main-d'œuvre², et aussi parce que l'évolution de la hausse des prix peut avoir des effets en retour sur les salaires, il est possible que l'impact désinflationniste qu'exerce implicitement la mondialisation sur la hausse des prix soit sous-estimé dans le graphique ci-après. Il en est de même pour les anticipations inflationnistes, si la mondialisation les a fait reculer ou a contribué à mieux les ancrer.

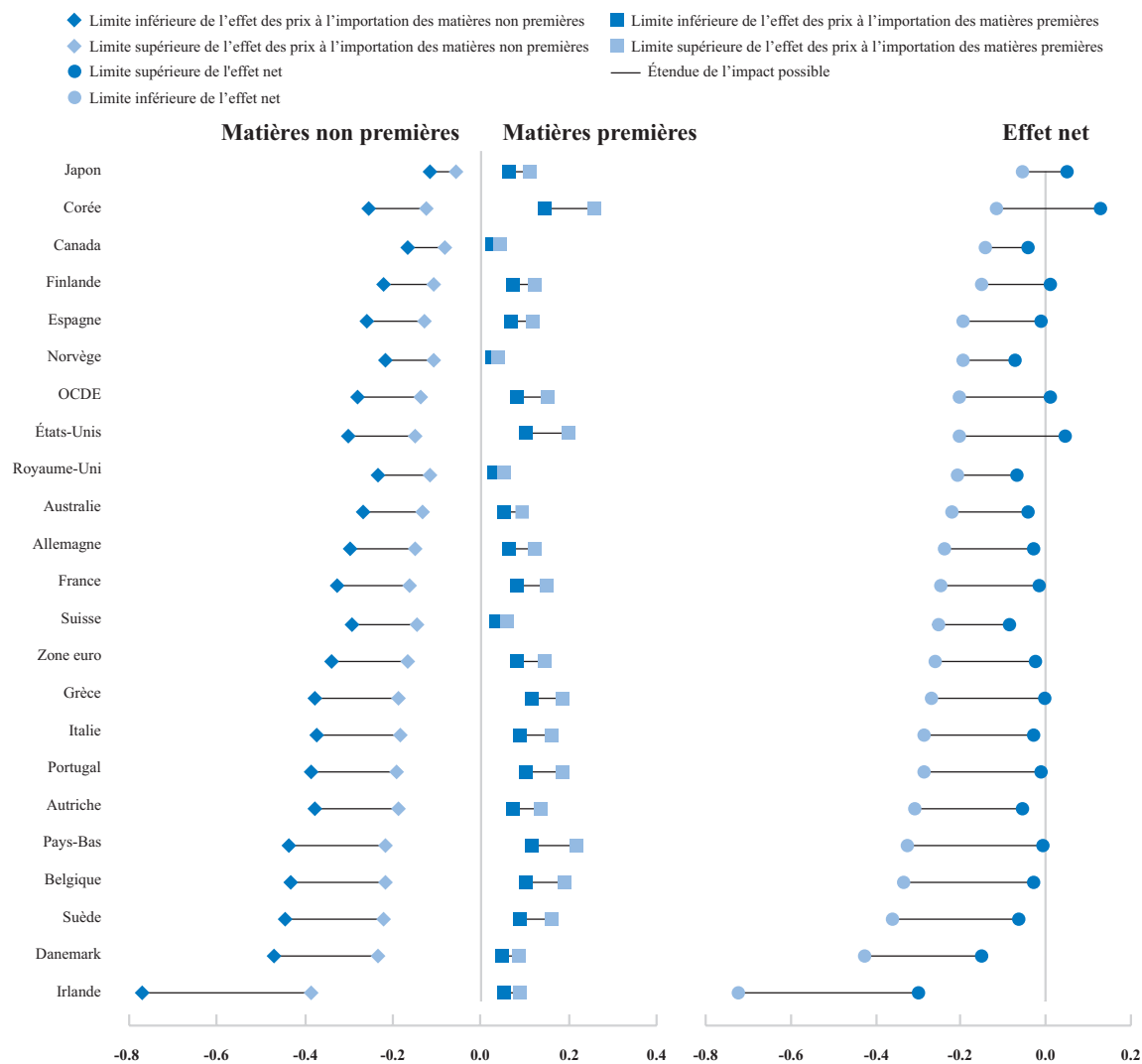
1. Pain, N., I. Koske et M. Sollie (2006), « Mondialisation et inflation dans les économies de l'OCDE », *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 524.

2. Voir, par exemple Dumont, M., G. Rayp and P. Willeme (2006), « Does internationalisation affect union bargaining power? An empirical study for five EU countries », *Oxford Economic Papers*, vol. 58.

Encadré I.3. Comment la mondialisation influe-t-elle sur l'inflation ? (suite)

L'impact des effets de la globalisation sur les prix à la consommation

Moyenne de la différence en point de pourcentage par année



Source : Pain, N., I. Koske and M. Sollie (2006), « Mondialisation et inflation dans les économies de l'OCDE », Documents de travail du Département des affaires économiques, n° 524.

Graphique I.10. L'inflation globale et sous-jacente convergent

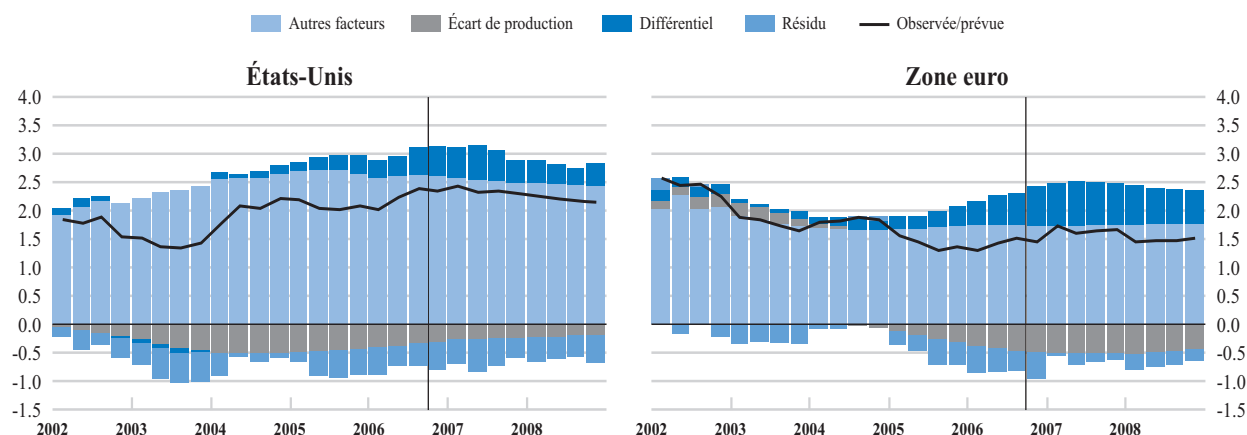


Note : Pour la zone euro, les prix à la consommation correspondent à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'inflation sous-jacente correspond à l'IPCH hors énergie et aliments non traités. Pour les États-Unis, les prix à la consommation correspondent à l'indice des prix à la consommation (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.

Graphique I.11. Les déterminants de l'inflation sous-jacente

Contributions à l'inflation sous-jacente en glissement annuel



Note : Les résultats de simulations sont basés sur des régressions du type :

$$PCORE_t = b_0 + \sum_i b_{1i} PCORE_{t-i} + b_2 GAP_{t-1} + \sum_j b_{3j} (PHEAD - PCORE)_{t-j} - \sum_k b_{4k} REER_{t-k} + \varepsilon_t$$

où : $PCORE$ est le taux d'inflation sous-jacente (déflateur de la consommation privée hors alimentation et énergie pour les États-Unis et $IPCH$ hors énergie et aliments non traités pour la zone euro) ; $PHEAD$ est le taux d'inflation globale (déflateur de la consommation privée pour les États-Unis et $IPCH$ pour la zone euro) ; GAP est l'écart de production ; et $REER$ est le taux de variation du taux de change effectif réel. $PHEAD - PCORE$, le « différentiel », correspond à l'impact des prix des produits alimentaires et de l'énergie sur l'inflation globale. La décomposition entre les contributions des différentes variables explicatives, dont le terme résiduel ε , incorpore leur impact via la variable dépendante retardée. L'impact du terme constant (qui peut être interprété comme une mesure indirecte des anticipations d'inflation à long terme) et du taux de change effectif réel sont combinés sous la rubrique « autres facteurs ». Pour plus de détails, voir encadré 1.4 dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 78.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 80.

être envisagé à partir de fin 2007, le taux des fonds fédéraux étant progressivement ramené à 4¾ pour cent fin 2008. Néanmoins, si les risques d'une plus forte inflation se matérialisent à court terme, il n'est pas possible d'exclure qu'un resserrement temporaire de la politique monétaire soit nécessaire.

Dans la zone euro, la reprise semble maintenant suffisamment solide pour justifier une nouvelle réduction de la stimulation monétaire, afin de se prémunir contre le risque de tensions inflationnistes à moyen terme. Dans ce contexte, l'inflation devrait osciller autour de 2 % au cours de la période considérée. Avec la baisse des prix de l'énergie, l'inflation globale est récemment tombée au-dessous de la limite de 2 %, et la plupart des indicateurs de l'inflation tendancielle se situent entre 1½ et 2 %. Mais l'inflation globale et l'inflation tendancielle devraient converger à 2 % en 2007, les effets décalés de la présence de capacités de production inutilisées de la baisse des prix de l'énergie sur l'inflation tendancielle étant plus que compensés par le relèvement de la TVA en Allemagne. Étant donné que ce relèvement de la TVA n'influera plus en 2008 sur les indicateurs en glissement annuel et qu'il restera un volant de ressources inutilisées durant la majeure partie de la période examinée, l'inflation ne devrait pas dépasser la limite de 2 %. En revanche, l'écart de production se résorbe régulièrement et des contraintes pourraient commencer à s'exercer sur l'offre à la fin de la période de prévision.

Dans la zone euro, il faudra réduire la stimulation monétaire

Au Japon, l'inflation globale comme la médiane sont positives, mais l'inflation tendancielle (hors produits alimentaires frais et énergie) et le taux de variation en glissement annuel du déflateur du PIB restent négatifs. Il faut plus de temps que prévu pour sortir clairement de la déflation comme l'illustre la révision statistique de l'indice des prix à la

Le Japon devrait éviter un resserrement prématuré

consommation en août 2006 qui s'est traduite par une réduction de ½ point de l'inflation mesurée. Lorsqu'elle a mis fin à sa politique d'assouplissement quantitatif en mars 2006, la Banque du Japon a introduit un nouveau cadre de politique monétaire, en faisant savoir qu'une fourchette se situant à peu près entre zéro et 2 % était généralement conforme à l'idée que chaque membre du conseil d'administration se faisait de la stabilité des prix. Bien que des déclarations ultérieures aient clarifié qu'il ne faut pas y voir une cible d'inflation, une fourchette de 0 à 2 % ne fournit pas une marge suffisante pour être à l'abri d'une déflation en cas de chocs négatifs sur les prix. Dans ce contexte, il serait utile de relever la limite inférieure de l'intervalle de 0 à 2 %. En tout état de cause, la banque centrale devrait attendre que l'inflation tendancielle (hors produits alimentaires frais et énergie) devienne clairement positive avant de prendre des mesures.

Politique budgétaire : tirer sagement parti des gains exceptionnels

Les recettes fiscales exceptionnelles sont l'élément majeur

Dans la plupart des pays de l'OCDE, la situation budgétaire devrait être plus favorable en 2006 qu'il était envisagé dans les prévisions budgétaires initiales. On estime en conséquence que, pour l'ensemble de la zone, le déficit des administrations publiques, qui atteignait 2¾ pour cent du PIB en 2005, ne sera plus que très légèrement supérieur à 2 % en 2006 (tableau I.8). Bien que la majorité des pays connaissent une telle évolution, l'amélioration tient pour l'essentiel à la situation aux États-Unis et elle résulte pour les deux tiers environ de l'augmentation des recettes par rapport au PIB.

Tableau I.8. La consolidation budgétaire demeure insuffisante

En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2004	2005	2006	2007	2008
États-Unis					
Solde effectif	-4.6	-3.7	-2.3	-2.8	-3.0
Solde corrigé des variations cycliques	-4.2	-3.6	-2.4	-2.8	-2.9
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-2.4	-1.6	-0.3	-0.8	-1.0
Engagements financiers bruts	61.6	61.8	60.9	61.8	62.6
Japon					
Solde effectif	-6.3	-5.3	-4.6	-4.0	-3.7
Solde corrigé des variations cycliques	-5.5	-4.8	-4.6	-4.2	-4.1
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-4.2	-3.5	-3.2	-2.7	-2.3
Engagements financiers bruts	168.1	173.1	176.2	177.6	177.3
Zone euro					
Solde effectif	-2.8	-2.4	-2.1	-1.5	-1.4
Solde corrigé des variations cycliques	-2.2	-1.5	-1.5	-1.1	-1.2
Solde primaire corrigé des variations cycliques	0.5	1.0	1.0	1.4	1.3
Engagements financiers bruts	76.0	77.3	76.8	75.6	74.5
OCDE ¹					
Solde effectif	-3.4	-2.7	-2.0	-2.0	-2.0
Solde corrigé des variations cycliques	-3.3	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-1.3	-0.7	-0.1	-0.1	-0.2
Engagements financiers bruts	75.8	76.9	76.9	77.1	76.9

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.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 80.

Ces gains exceptionnels restent largement inexplicables et on ne sait pas très bien dans quelle proportion il faut les considérer comme permanents. Le déficit corrigé des fluctuations conjoncturelles – qui s’est amélioré pour l’ensemble de la zone de l’OCDE en tombant de 2½ pour cent environ du PIB potentiel en 2005 à 2 % en 2006 – traite une amélioration supérieure à la normale comme un changement de la position sous-jacente, mais à ce stade, il est difficile de quantifier la composante conjoncturelle et la composante structurelle des gains budgétaires exceptionnels. On constate néanmoins un certain nombre de caractéristiques récentes.

- Le produit des impôts sur les gains en capital a fortement augmenté par rapport à son bas niveau au moment où a éclaté la bulle Internet. Selon des calculs préliminaires, cette progression du produit des impôts sur les gains en capital en 2005-2006 reflète en grande partie un retour à la tendance après le point bas conjoncturel de 2002-2003 (encadré I.4). En conséquence, le niveau actuel des recettes des impôts sur les gains en capital en proportion du PIB pourrait se maintenir à moyen terme, mais les recettes supérieures à ce niveau doivent être considérées comme transitoires¹⁴.
- La forte hausse actuelle des prix des produits de base s’est répercutée sur les résultats budgétaires de plusieurs pays de l’OCDE richement dotés en ressources naturelles (surtout le Canada, l’Australie, le Mexique et la Norvège)¹⁵. Le degré auquel ces recettes – ou leur taux de progression – persisteront à plus long terme est fonction d’une multitude de facteurs, qui ne se prêtent pas tous à une prévision fiable – notamment le rythme d’épuisement des ressources naturelles, l’investissement dans la prospection et les perspectives d’évolution de la demande et des prix.
- Plusieurs signes montrent que le phénomène de déséquilibre de la distribution des revenus (et du patrimoine) s’est accentué ces derniers temps – peut-être à cause de la mondialisation et, d’une « chasse » aux talents à l’extrémité supérieure de la distribution des revenus – ce qui pourrait expliquer la progression inhabituelle des recettes du fait de la progressivité des systèmes fiscaux¹⁶. Il reste à savoir si l’on a affaire à un effet transitoire, à un changement de niveau exceptionnel ou à une accélération durable des recettes.

Les gains en capital augmentent de nouveau

La hausse des prix des produits de base est d’un bon rapport

Les riches contribuables semblent s’enrichir

-
14. En dehors de l’impôt sur les gains en capital, les droits de mutation sur les transactions immobilières ont eux aussi très fortement augmenté dans certains pays en raison de la hausse des prix des logements et d’un taux de rotation élevé dans les marchés immobiliers.
15. Sauf dans le cas de la Norvège, pour laquelle on dispose de comptes publics pour le « continent » et pour les « activités extraterritoriales », la méthode classique de correction des soldes budgétaires consiste à considérer l’amélioration des recettes comme une évolution de la position sous-jacente. Par exemple, des calculs récents indiquent qu’en Australie l’amélioration du solde budgétaire corrigé des fluctuations conjoncturelles a été surestimée de 1 % environ du PIB pour la période 2001-2005 si les termes de l’échange reviennent finalement à leur moyenne de long terme. Voir Turner, D. (2006), « Should measures of fiscal stance be adjusted for terms of trade effects? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l’OCDE*, n° 519.
16. Voir, par exemple, Dew-Becker, I. et R.J. Gordon (2005), « Where did the productivity growth go? Inflation dynamics and the distribution of income », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2005 ; ces auteurs montrent qu’aux États-Unis, pour la période 1997-2001, la moitié de la progression des revenus en termes réels dans l’ensemble de l’économie a bénéficié aux 10 % de la population qui se situent à l’extrémité supérieure de la distribution des revenus. La distribution des patrimoines a également évolué en faveur de l’extrémité supérieure au cours de cette période selon Kennickell, A.B. (2006), « Currents and undercurrents: changes in the distribution of wealth, 1989-2004 », Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, n° 2006-13. Dans le même temps, le système fiscal est resté assez progressif aux États-Unis. Les taux marginaux légaux ont fortement baissé, mais cela a essentiellement concerné le centile supérieur de la distribution des revenus et il n’y a guère eu de changements pour les centiles inférieurs ; voir Piketty, T. et E. Saez (2006), « How progressive is the US federal tax system? An historical and international perspective », *CEPR Discussion Paper*, n° 5778.

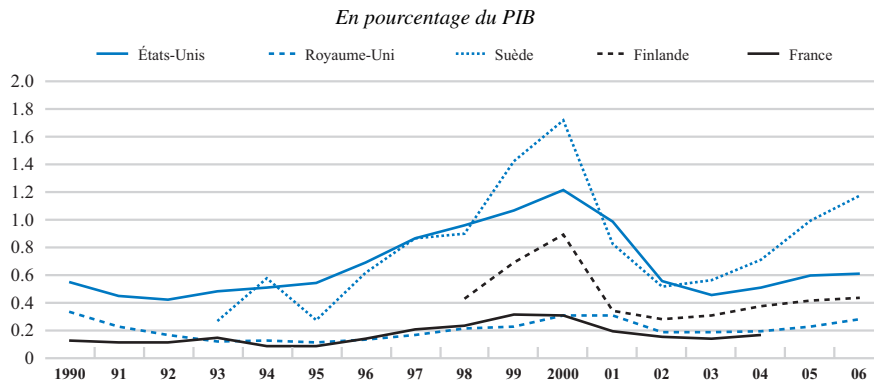
Encadré I.4. Gains budgétaires exceptionnels et cycle des actifs

Les bonnes surprises budgétaires, qui ont beaucoup joué dans plusieurs pays de l'OCDE au moment de la bulle Internet de 1999-2000, sont de retour. Une partie des plus-values budgétaires peut être attribuée à la progression du produit des impôts sur les gains en capital, comme le montre le graphique ci-après pour plusieurs pays pour lesquels on dispose des données nécessaires¹. Le niveau du produit des impôts sur les gains en capital est jusqu'à présent moins élevé qu'en 1999-2000. Cela tient sans doute en partie à la composition de ces gains, qui concernent maintenant davantage le marché immobilier que les marchés boursiers. Le logement ne rapporte pas autant fiscalement, puisque, dans la plupart des pays, la résidence principale est largement exonérée des impôts sur les gains en capital. Malgré tout, le produit des impôts sur les gains en capital a nettement augmenté par rapport au point bas conjoncturel de 2002-2003.

Il est important de bien reconnaître les fluctuations transitoires du produit des impôts sur les gains en capital. Sinon, on risque de surestimer la solidité de la position budgétaire sous jacente, ce qui peut inciter à alléger l'impôt ou à différer des réductions de dépenses susceptibles de compromettre la

gestion budgétaire ultérieure. La méthode classique que l'OCDE applique pour corriger le produit de l'impôt de l'impact du cycle économique peut sous estimer la composante conjoncturelle des impôts sur les gains en capital (car le produit de cet impôt est regroupé avec celui des autres impôts sur le revenu des personnes physiques, pour lequel le correctif est moins prononcé, puisqu'il s'agit de la conjoncture globale). Pour mieux prendre en compte le cycle des actifs, l'évolution sous jacente du produit des impôts sur les gains en capital a été calculée au moyen d'un filtre Hodrick Prescott, tout en ajustant selon la méthode classique toutes les autres composantes des recettes publiques². Le graphique de la page suivante illustre l'évolution ainsi révisée de la composante conjoncturelle du solde budgétaire. On constate que la contribution conjoncturelle du produit des impôts sur les gains en capital à l'ensemble de la composante conjoncturelle de la position budgétaire est très substantielle dans certains pays. De plus, bien que cette contribution soit biaisée à la baisse pour la période récente du fait de la méthode d'élimination de la tendance qui a été appliquée, on observe qu'elle a nettement progressé par rapport à son point bas qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet.

Recette de l'impôt sur les gains en capital



Source : Administrations nationales.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/312170125515>

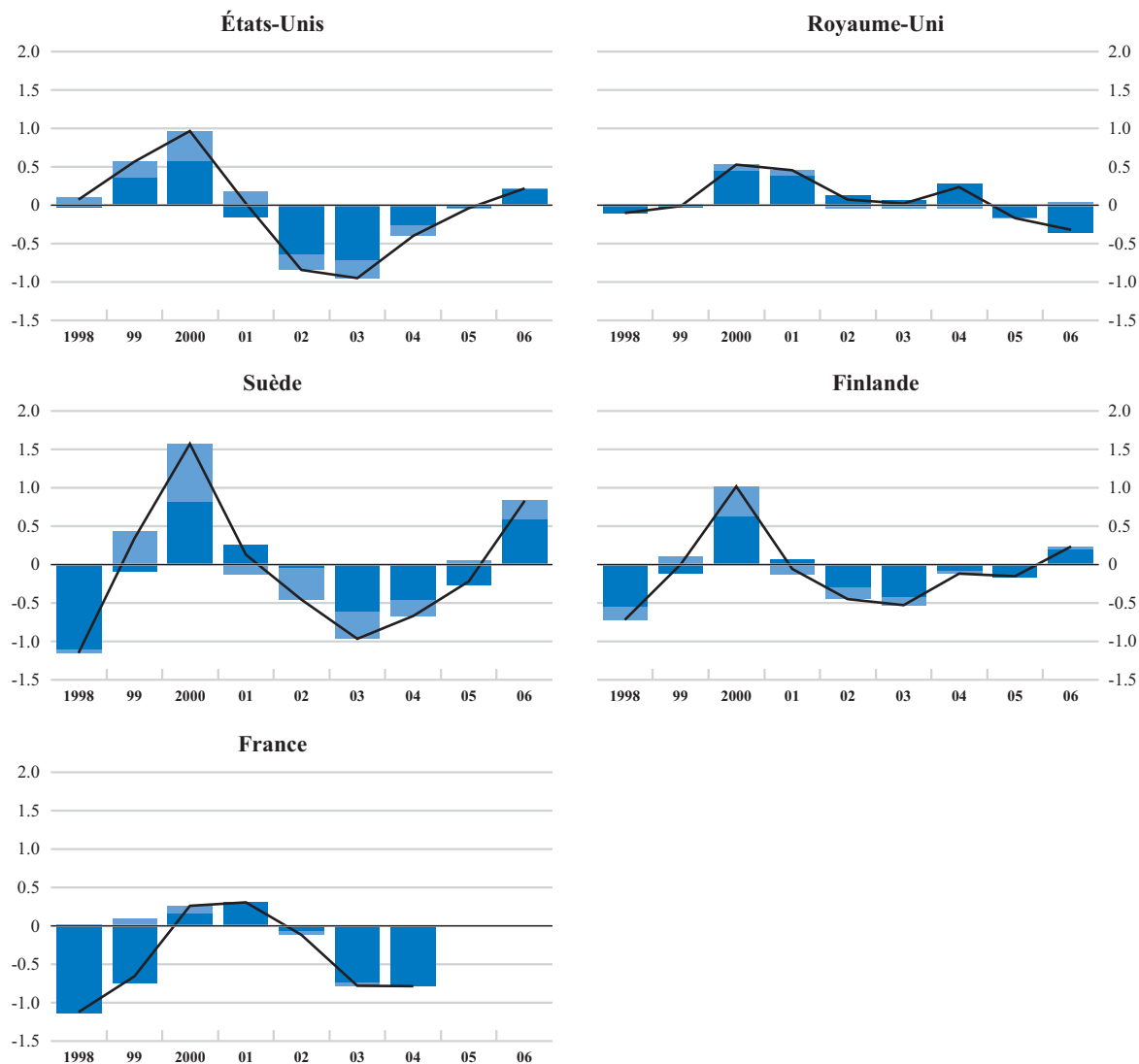
1. En *Australie*, les services fiscaux s'attendent à ce que « les autres recettes fiscales concernant les personnes physiques », élément un peu plus large que les recettes provenant des impôts sur les gains en capital, augmente d'environ 8 % durant chacun des exercices budgétaires 2005-2006 et 2006-2007. Au *Danemark*, les recettes fiscales concernant les revenus des investissements des organismes de retraite ont été supérieures à leur point haut de 1999, en atteignant 1.6 % et 2 % du PIB en 2004 et 2005 respectivement (contre 1 % du PIB pour une année « normale »). En *Finlande*, le ministère des Finances a signalé une hausse du produit des impôts sur les gains en capital de 28 %, 14 % et 9 % en 2004, 2005 et 2006. En *France*, le ministère des Finances a fait savoir que le produit de l'impôt sur les plus-values avait augmenté de 25 % en 2004 ; les données pour 2005 ne sont pas encore connues. En *Suède*, on estime que les recettes des impôts sur les gains en capital représentent 1.2 % du PIB, soit deux fois plus qu'en 2002. Au *Royaume-Uni*, le Trésor estime que le produit des impôts sur les gains en capital a progressé de 10 %, 20 % et 30 % en 2004, 2005 et 2006 ; par ailleurs, l'impôt sur les successions a rapporté davantage du fait de la hausse des cours des actions depuis 2004. Aux *États-Unis*, le CBO a indiqué que le produit des impôts sur les gains en capital avait augmenté de 20 % en 2004 et de 25 % en 2005.
2. Pour une description de cette méthodologie, voir Girouard, N. et R. Price (2004), « Asset Price Cycles, "One off" Factors and Structural Budget Balances », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 391.

Encadré I.4. Gains budgétaires exceptionnels et cycle des actifs (suite)

Composantes cycliques des soldes budgétaires

En pourcentage du PIB (potentiel)

■ Composante liée au cycle de la production ■ Composante liée au cycle des actifs — Ajustement total



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80 et calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/675202450450>

*Le moment serait bien choisi
pour assainir les finances
publiques*

Tirer parti de recettes fiscales exceptionnelles pour relâcher l'effort en cours ou prévu d'assainissement budgétaire peut se révéler en général très coûteux. En effet, dans les pays où la dette publique se maintient obstinément à un niveau élevé en proportion du PIB, cela risque de compromettre l'objectif à plus long terme, à savoir remédier aux problèmes que poseront pour les finances publiques le vieillissement démographique et d'autres pressions à moyen terme. À en juger par les programmes budgétaires actuels, très peu de mesures d'assainissement des finances publiques sont prévues et le solde primaire corrigé des fluctuations conjoncturelles (hors paiements nets d'intérêts) restera négatif au cours de la période examinée, alors qu'il faudrait en fait rechercher un excédent primaire substantiel et durable¹⁷. Il est souhaitable d'opérer cette transition durant l'expansion actuelle et, *a fortiori*, d'éviter une orientation procyclique de la politique budgétaire, telle qu'elle s'est produite dans la zone euro lors de précédentes reprises (graphique I.12). Il est souhaitable également que l'assainissement budgétaire s'appuie essentiellement sur la maîtrise des dépenses publiques, de façon à ménager des possibilités d'allègement de l'impôt dans l'intérêt de l'efficacité et de la résilience économiques.

*Il faut un nouveau
resserrement aux États-Unis*

Aux États-Unis, le déficit du budget fédéral s'est nettement contracté, le déficit des administrations publiques tombant de 3¾ pour cent du PIB en 2005 à 2½ pour cent en 2006. Comme on l'a vu, ce résultat tient surtout à une série de bonnes surprises du côté des recettes, et en particulier au dynamisme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés. Les recettes exceptionnelles pour 2006 devraient se reproduire en 2007 et en 2008 ; en revanche, les réductions d'impôts qui devaient venir à expiration seront prorogées et l'impôt minimum alternatif sera indexé ; les dépenses réelles, pour leur part, devraient progresser lentement. À plus long terme, les pressions sur les dépenses devraient à nouveau s'accroître et une réforme des programmes de prestations sociales paraît souhaitable. Mais, comme la zone euro, les États-Unis ont à plusieurs reprises révisé à la baisse les prévisions à moyen terme concernant leur situation budgétaire, ce qui ne cadre pas avec la nécessité de maintenir le solde budgétaire sur une trajectoire viable (graphique I.13).

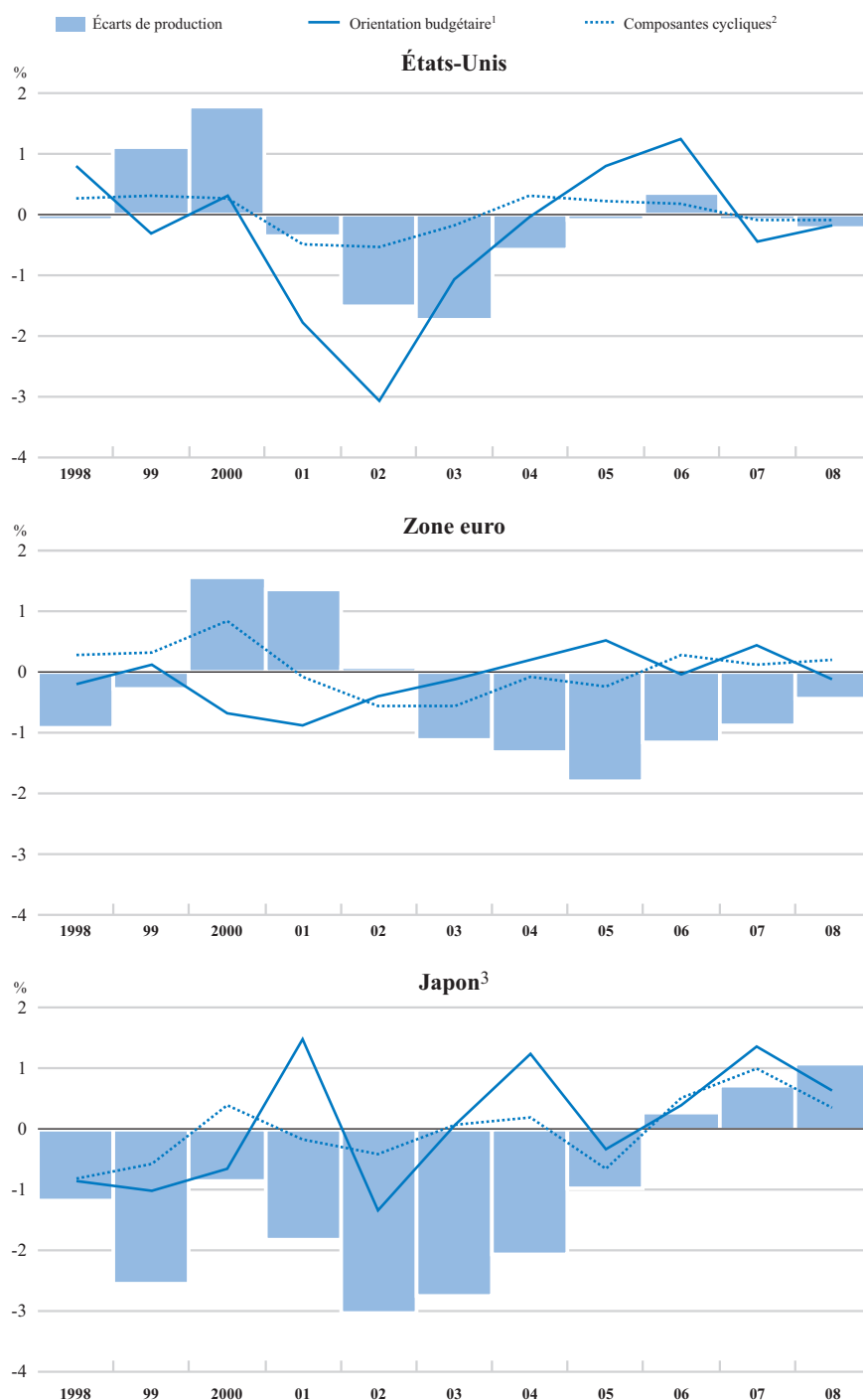
*Les pays de la zone euro
doivent continuer de maîtriser
leurs dépenses*

Dans la zone euro, on ne sait pas très bien si les nouvelles règles budgétaires se traduiront par une politique budgétaire plus prudente que celle mise en oeuvre durant la dernière reprise. D'une façon générale, les mesures adoptées pour atteindre les objectifs à moyen terme ne sont pas assez ambitieuses. Le solde budgétaire devrait s'améliorer légèrement en 2007 (corrige ou non des fluctuations conjoncturelles), ce qui s'explique surtout par l'évolution dans deux pays, l'Allemagne et l'Italie. En Allemagne, la politique budgétaire sera restrictive en 2007 à cause des mesures prises pour limiter les effectifs dans la fonction publique et les prestations sociales, et aussi à cause du relèvement de la TVA. En Italie, l'ajustement budgétaire tient essentiellement à des hausses d'impôts, et davantage d'efforts sont nécessaires pour réduire les dépenses¹⁸. En revanche, on ne prévoit pour la France quasiment aucun changement de la position budgétaire sous-jacente, la contraction du déficit ayant un caractère exclusivement conjoncturel. Parmi les petits pays, il faut s'attendre à ce que l'Espagne, les Pays-Bas et le Portugal prennent des

17. Des calculs récents de l'OCDE montrent que, si l'on veut que le rapport dette/PIB soit proche de 60 % du PIB en 2050, le solde primaire corrigé des fluctuations conjoncturelles devra passer d'un déficit de 2 % à un excédent de l'ordre de 1½ à 3 % aux États-Unis, d'un déficit de 3¾ pour cent à un excédent d'environ 5 % au Japon et d'un excédent de 1 % à un excédent de l'ordre de 3 à 4 % dans la zone euro. Voir OCDE (2006), *Étude économique de la zone euro* (à paraître).

18. En Italie, le resserrement budgétaire signalé par les autorités pour 2007 est affecté positivement d'environ 1 % du PIB par l'inclusion dans le déficit de 2006 d'un remboursement exceptionnel de TVA découlant d'un arrêt de la Cour européenne de justice.

Graphique I.12. Les politiques budgétaires au cours du cycle



1. Variation du solde financier primaire des administrations publiques corrigé des variations cycliques, en pourcentage du PIB potentiel. Une valeur positive indique un resserrement budgétaire et une valeur négative un assouplissement budgétaire.

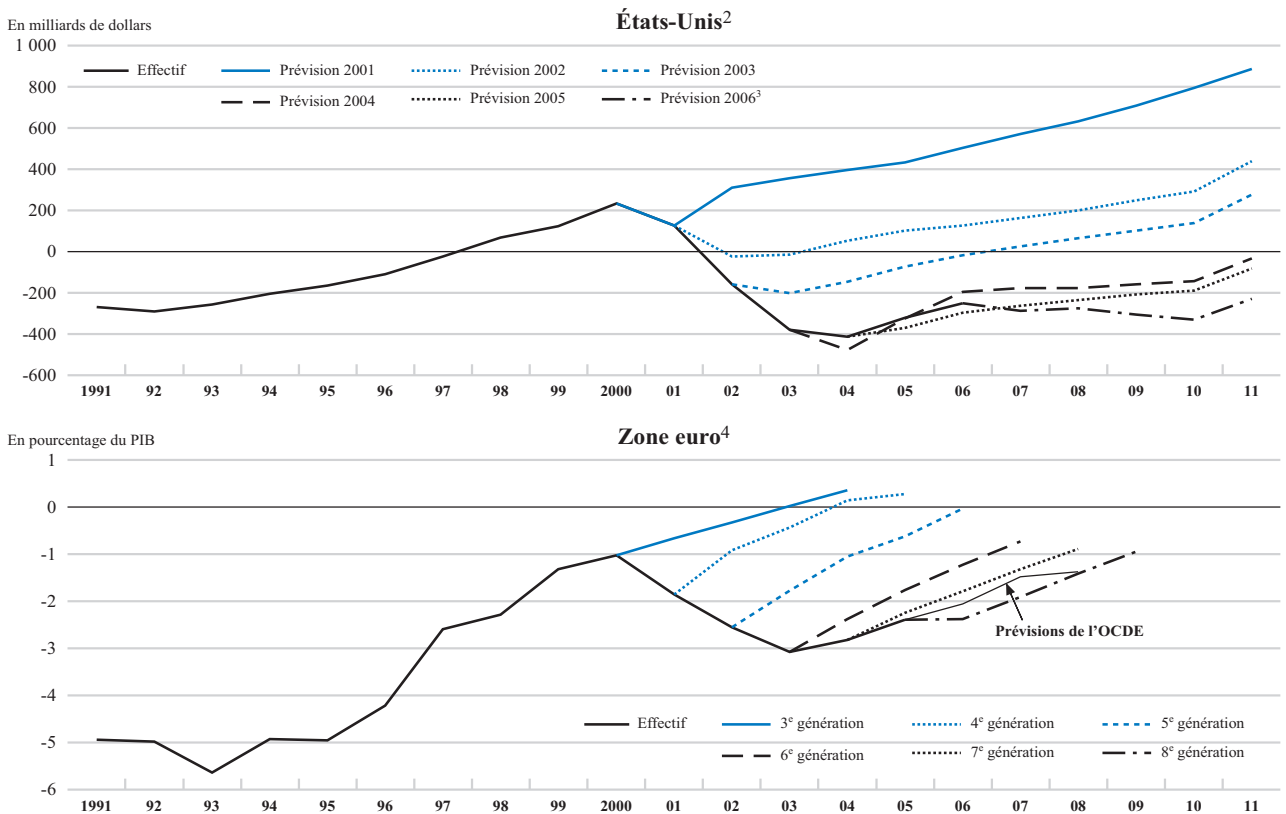
2. Différence entre la variation du solde financier primaire des administrations publiques en pourcentage du PIB et du PIB potentiel respectivement.

3. Les chiffres pour le solde financier primaire des administrations publiques corrigé des variations cycliques sont ajustés pour la réduction temporaire du déficit due au transfert d'un important plan de pension vers le bilan des administrations publiques durant les années 2003 à 2007.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/312824177318>

Graphique I.13. Les objectifs budgétaires dérapent continuellement



1. 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. Au 17 août 2006.

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

Source : Congressional Budget Office des États-Unis, Office statistique des Communautés européennes (Eurostat) et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 80.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/081434505404>

mesures d'assainissement de leurs finances publiques, le Portugal dans le cadre d'un programme d'austérité faisant suite à une procédure de déficit excessif.

Il faudrait que le Japon s'efforce d'obtenir un niveau d'endettement viable

Au Japon, l'assainissement budgétaire se poursuivra régulièrement ; le besoin de financement en proportion du PIB devrait diminuer de 1 point (sans tenir compte de l'impact d'un facteur exceptionnel) pour tomber à 4 % du PIB au cours de la période examinée. La réduction prévue du déficit tient à la suppression de crédits d'impôt temporaires pour l'impôt sur le revenu des personnes physiques, à une forte progression des recettes de l'impôt sur les sociétés, à un relèvement programmé des cotisations de retraite et à de nouvelles mesures de réduction de l'investissement public. Le gouvernement s'est engagé à réduire encore les dépenses, l'objectif officiel étant de dégager un excédent du budget primaire en 2011. Mais cet effort sera probablement neutralisé par la hausse des paiements d'intérêts : alors que le déficit primaire corrigé des fluctuations conjoncturelles devrait diminuer de 1 point pour s'établir à 2½ pour cent du PIB en 2008, le déficit global corrigé des fluctuations conjoncturelles se contracterait de ½ point pour tomber à 4½ pour cent du PIB. Des progrès fermes et substantiels seront nécessaires si les autorités japonaises veulent dégager un excédent primaire suffisant pour mettre fin à la hausse du ratio à long terme dette/PIB.

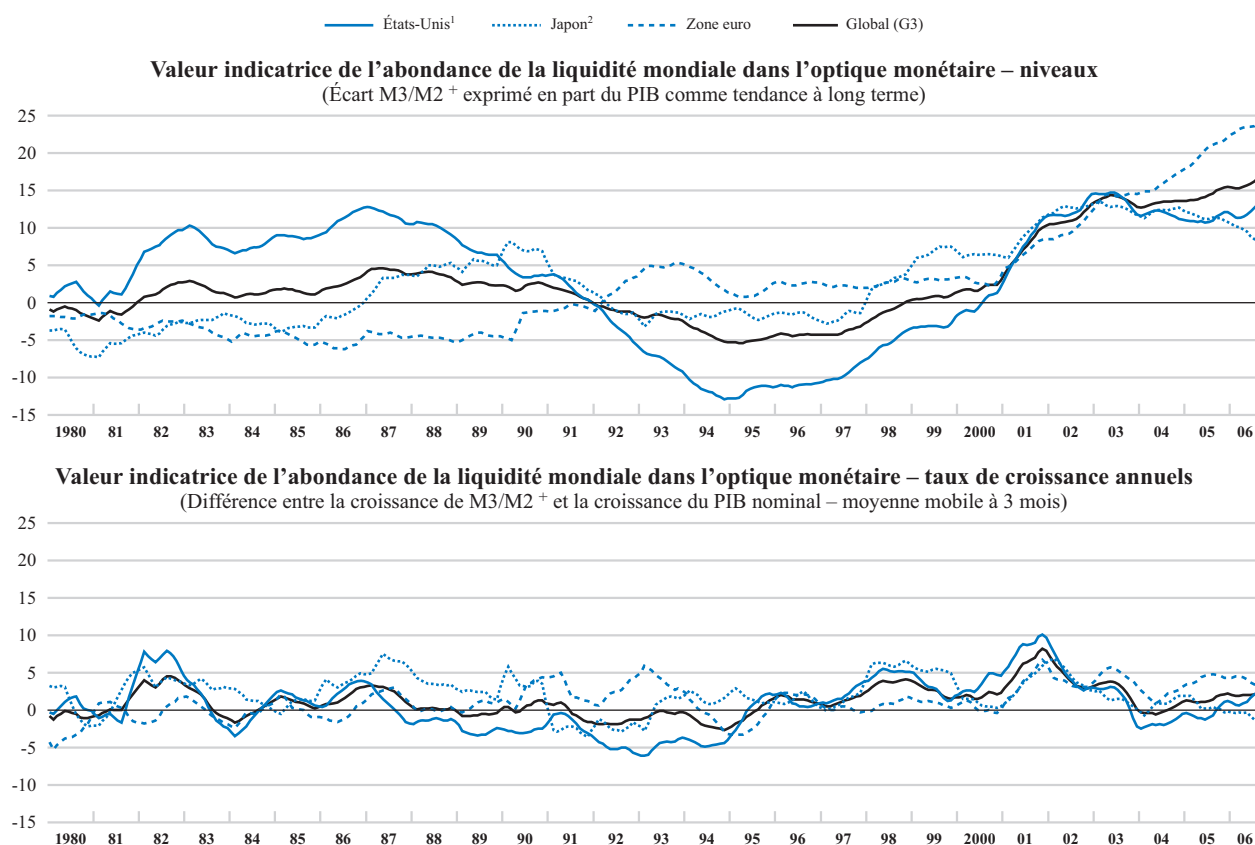
Appendice I.1

Comment évaluer l'abondance de la liquidité ?

La « liquidité mondiale » est un concept multiforme et plutôt flou, et on peut utiliser pour l'évaluer un certain nombre d'indicateurs de monnaie et de crédit. Les indicateurs présentés ci après couvrent les États Unis, la zone euro et le Japon.

L'ensemble d'indicateurs monétaires utilisé repose sur de larges agrégats monétaires (M3 ou M2 au sens large) et a pour but de déterminer dans quelle mesure le taux de croissance ou les niveaux sont supérieurs à la normale historique (graphique I.14)¹⁹. Plus précisément, il y a croissance de la liquidité mondiale dans l'optique monétaire si la croissance de M3/M2+ est supérieure à la croissance du PIB

Graphique I.14. Mesure de la liquidité – écarts par rapport à la normale historique : optique monétaire



1. À partir de mars 2006, la croissance de M3 des États-Unis est remplacée par la croissance de l'agrégat suivant : M2 + soldes des fonds communs de placement du marché monétaire + dépôts d'épargne à terme de montant élevé.

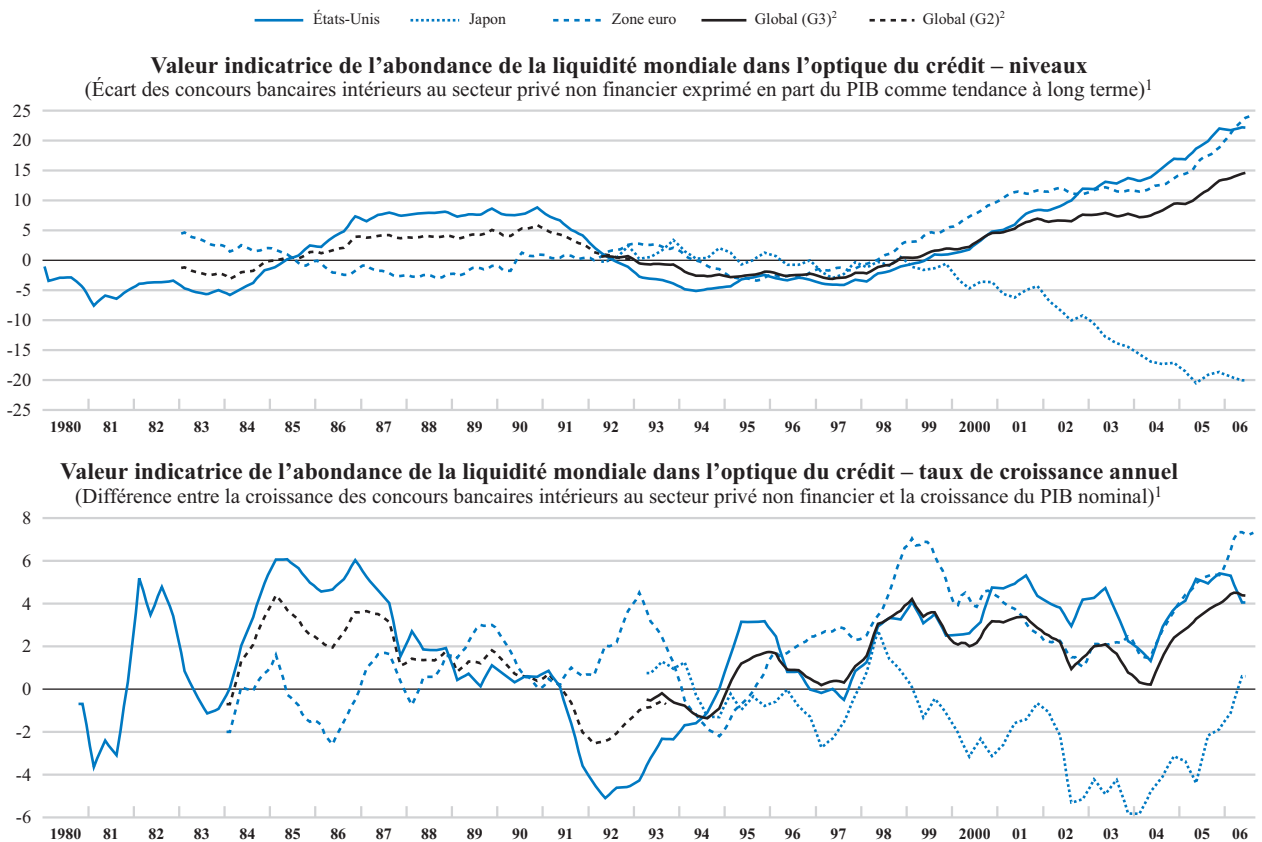
2. Pour des raisons de comparabilité, dans le cas du Japon, on utilise M2 + certificats de dépôt.

Sources : Datastream, calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/112136852266>

19. Pour des raisons de comparabilité, M2+CD est utilisé pour le Japon. À partir de mars 2006, la croissance de M3 aux États-Unis est remplacée par la croissance de l'agrégat suivant : M2 + soldes des fonds communs de placement du marché monétaire + dépôts d'épargne à terme d'un montant élevé.

Graphique I.15. Mesure de la liquidité – écarts par rapport à la normale historique : optique du crédit



1. Moyenne mobile à 3 mois.

2. G3 concerne les États-Unis, la zone euro et le Japon. G2 concerne les États-Unis et la zone euro.

Source : Datastream, calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/166688618678>

nominal, et les niveaux de la liquidité mondiale sont calculés comme l'écart du rapport entre M3/M2+ et le PIB à sa tendance à long terme²⁰.

Les indicateurs de crédit pouvant être considérés comme d'utiles mesures de la hausse des prix des actifs et des tensions inflationnistes à long terme, une série d'indicateurs de la liquidité mondiale dans l'optique du crédit a aussi été calculée. Le premier s'appuie sur les concours bancaires intérieurs au secteur privé non financier dans les trois plus grande économies ; il vise à déterminer – aussi bien en taux de croissance qu'en niveau – la proportion des prêts qui est supérieure à la normale historique. Comme pour l'indicateur monétaire, le niveau de cet indicateur correspond à l'écart du rapport prêts bancaires/PIB à sa tendance à long terme et son taux de croissance s'obtient par la différence entre la croissance des concours bancaires et celle du PIB nominal.

20. La tendance est une fonction linéaire estimée par rapport au temps. Il est possible que les indicateurs de la zone euro soient biaisés à la hausse en raison d'une rupture structurelle qui a pu se produire avec la mise en place de la monnaie commune, car la baisse corrélative des taux d'intérêt dans un grand nombre de pays participants a pu se traduire par une hausse de la demande d'actifs compris dans M3 de la part des résidents de ces pays.

On peut aussi rendre compte de la liquidité mondiale par la croissance en termes réels des créances extérieures des banques, ou par un indice combinant les prêts bancaires intérieurs et internationaux et l'émission de titres. Ces indicateurs, qui n'apparaissent pas ci-après, confirment la présomption à laquelle on aboutit avec les indicateurs de monnaie et de crédit, à savoir que la liquidité mondiale est abondante et continue de croître.

Appendice I.2

L'indicateur synthétique des primes de risque de l'OCDE

Pour déterminer si les primes de risque se situent à des niveaux conformes aux paramètres économiques fondamentaux ou si elles sont sensiblement déphasées, l'OCDE s'appuie sur une procédure qui permet d'évaluer simultanément les primes de risque pour les obligations d'entreprises, pour les actions et pour les obligations des marchés émergents²¹. La première étape, tant pour les États-Unis que pour la zone euro, consiste à calculer les écarts de rémunération des obligations à haut rendement et des obligations de haute qualité par rapport aux obligations publiques de référence, ainsi que les primes de risque découlant des valorisations sur les marchés d'actions. On ajoute à cet échantillon une série concernant les écarts des obligations des marchés émergents (par rapport aux titres du Trésor des États-Unis). À partir d'une analyse en composantes principales, on détermine alors un « facteur commun »²². Ce facteur commun reflète les mouvements communs aux écarts mentionnés ci-dessus (et aux primes de risque) et est considéré comme un indicateur synthétique des risques tels qu'ils sont perçus par les marchés financiers.

La deuxième étape – qui fait appel à un modèle à correction d'erreur – consiste à évaluer les éléments qui influent sur cet indicateur synthétique. La position conjoncturelle de l'économie mondiale, les taux d'intérêt à court terme, la liquidité et les taux prévisibles de défaut des obligations d'entreprises sont les principales variables explicatives. Plus précisément, la spécification à correction d'erreur qui a été utilisée montre qu'à long terme, le niveau de l'indicateur synthétique des primes de risque est correctement expliqué par la position conjoncturelle de l'économie mondiale, les taux d'intérêt réels à court terme dans le monde (ou un indicateur du niveau de liquidité à l'échelle mondiale) et les niveaux des taux de défaut des obligations d'entreprises à l'échelle mondiale²³. À court terme, l'évolution de l'indicateur synthétique s'explique aussi par l'évolution de la position conjoncturelle de l'économie mondiale (dont rend compte l'indicateur composite avancé de l'OCDE), de la liquidité de la volatilité anticipée et des taux de défaut des obligations d'entreprises²⁴. La relation effective à long terme est de la forme suivante :

Indicateur synthétique =

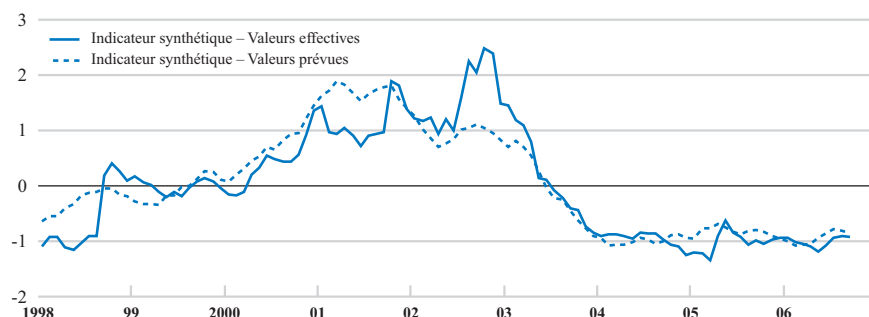
$$\begin{aligned} & -4.0 - 0.32 [-2.4] * \text{position conjoncturelle de l'OCDE} \\ & +0.6 [1.8] * \text{taux d'intérêt réels à l'échelle mondiale} \\ & +2.2 [7.6] * \text{taux de défaut des obligations d'entreprises à l'échelle mondiale} \end{aligned}$$

Les chiffres indiqués entre crochets sont les valeurs *t*.

-
21. Pour une présentation plus détaillée de cette méthode, voir Sløk, T. et M. Kennedy (2005), « Expliquer les primes de risque sur les obligations et les actions », *Revue économique de l'OCDE*, n° 40, 2005/1.
 22. Le facteur commun est à même de rendre compte d'une forte proportion de la variation commune des primes de risque des différents actifs, mais l'intensité de la relation avec chacune des sept primes de risque est variable : les poids des facteurs, qui mesurent la corrélation entre chaque prime de risque et le facteur commun, sont particulièrement élevés dans le cas des primes de risque sur les obligations des sociétés. Cela veut dire que le facteur commun aux primes de risque est plus étroitement lié à l'évolution des marchés des obligations d'entreprises qu'à celle des autres marchés d'actifs.
 23. Dans l'analyse économétrique, les taux effectifs de défaut servent d'indicateur des taux prévisibles de défaut pour les données historiques.
 24. La spécification à correction d'erreur implique bien entendu également que l'écart entre le niveau effectif de l'indicateur synthétique et son niveau « normal » estimé (compte tenu des paramètres fondamentaux au moment considéré) contribue aux évolutions à court terme qui ont tendance à resserrer l'écart signalé.

Graphique I.16. Indicateur synthétique effectif et prévu de primes de risque

Variation par rapport à la moyenne (en termes d'écart-type de l'indicateur synthétique)

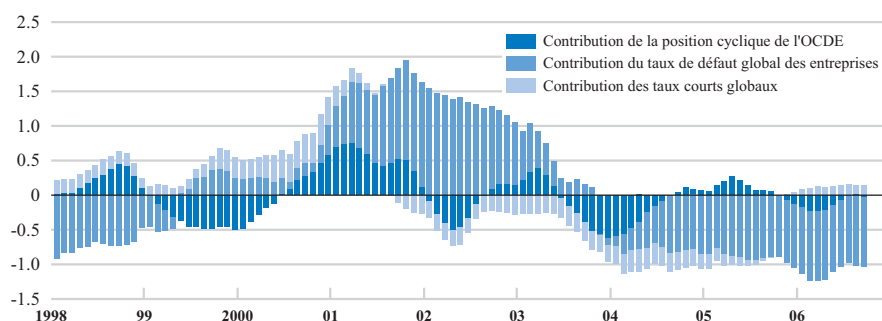


Source : Mise à jour des calculs dans Sløk, T. et M. Kennedy (2005), « Expliquer les primes de risque sur les obligations et les actions », *Revue économique de l'OCDE*, n° 40, 2005/1.

Les primes de risque ont tendance à diminuer lorsque les perspectives conjoncturelles s'améliorent, elles sont corrélées positivement aux taux d'intérêt à court terme et négativement à la liquidité, et elles ont tendance à augmenter lorsque s'accroissent les taux de défaut des obligations d'entreprises, effectifs ou prévisibles (prévisions de Moody's). À l'heure actuelle, les écarts de prime de risque semblent bien en phase avec ces paramètres fondamentaux (graphique I.16). Mais pour l'avenir, cette conclusion est tributaire de trois hypothèses : les taux de défaut devront rester faibles, la politique monétaire ne sera pas considérablement resserrée et l'expansion se poursuivra (graphique I.17). De plus, l'indicateur synthétique étant destiné à donner une image globale des primes de risque pour les différentes catégories d'actifs, un constat de conformité aux paramètres fondamentaux ne signifie pas nécessairement que les écarts de prime de risque pour une catégorie d'actifs sont conformes aux paramètres fondamentaux.

Graphique I.17. Contributions à la valeur prévue de l'indicateur synthétique de primes de risque

Variation par rapport à la moyenne (en termes d'écart-type de l'indicateur synthétique)



Source : Mise à jour des calculs dans Sløk, T. et M. Kennedy (2005), « Expliquer les primes de risque sur les obligations et les actions », *Revue économique de l'OCDE*, n° 40, 2005/1.

Appendice I.3

La hausse des prix des logements en termes réels touche-t-elle à son terme ? Une analyse par la méthode probit

Les prix réels des logements sont en forte hausse depuis le milieu des années 90 dans la majorité des pays de l'OCDE et leur augmentation actuelle est la plus longue que la zone de l'OCDE ait connue depuis les années 70. Dans certains pays, la progression des prix des logements en termes réels pourrait toucher à sa fin, en particulier si les taux d'intérêt devaient augmenter sensiblement. Les évolutions passées donnent à penser que les baisses de prix qui s'ensuivraient en termes réels pourraient être importantes et que le processus d'ajustement pourrait durer un certain temps.

Pour mesurer la probabilité que les prix cessent d'augmenter dans la situation actuelle, les *Perspectives économiques de l'OCDE* utilisent une série de modèles probit qui sont réestimés à intervalles réguliers pour un ensemble restreint de ce que l'on considère en général comme les principales variables explicatives. En plus des taux d'intérêt, ces variables comprennent des indicateurs de surchauffe, notamment l'écart entre les prix réels des logements et leur tendance de long terme ainsi que le taux de variation des prix réels des logements au cours de la période récente. On présentera dans cette annexe les principaux résultats de la dernière série d'estimations²⁵.

Hypothèses de base

Comme les (autres) marchés d'actifs, le marché du logement est très cyclique, une baisse se produisant si les facteurs de risque dépassent certains seuils critiques. On peut utiliser les modèles probit pour déceler ces «effets déclencheurs» dans des séries agrégées²⁶.

Avec le modèle probit présenté ici, la variable dépendante est la probabilité que les prix des logements en termes réels atteignent un point haut dans un pays au cours des quatre trimestres suivants. La datation des points hauts des prix réels des logements est donc essentielle pour cette analyse. Plus précisément, pour qu'il y ait point haut au cours d'un trimestre, il faut que les prix réels aient augmenté durant au moins six trimestres, puis aient baissé durant au moins six trimestres également²⁷. On prend en compte uniquement les hausses « importantes », l'augmentation cumulée des prix en termes réels entre le point bas et le point haut devant atteindre au moins 15 %. Ce critère des 15 %, nécessairement quelque peu artificiel, a été utilisé dans des études antérieures ; il permet d'éviter les cas de pic local.

25. En ce qui concerne une série antérieure d'estimations, voir van den Noord, P. (2006), « Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 488.

26. Cette méthode a été appliquée avec succès à des séries agrégées de prix des logements dans une étude récente de la Banque des règlements internationaux (BRI) ; voir Borio, C. et P. McGuire (2004), « Twin peaks in equity and housing prices? », *BIS Quarterly Review*, mars. Ces auteurs ont estimé un modèle probit pour un ensemble de pays afin de déterminer le lien éventuel entre les points hauts sur le marché boursier et sur le marché du logement (l'existence d'un tel lien est en général confirmée).

27. Voir 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.

Résultats des estimations de régression en panel

Le modèle a été estimé pour un échantillon regroupé de 17 pays de l'OCDE comprenant les sept grands pays, l'Australie, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, l'Irlande, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse²⁸. On a retenu dans la régression finale trois variables explicatives : le taux d'intérêt nominal à long terme (exprimé en valeur inverse), l'écart de prix réel des logements, défini comme la différence entre le logarithme de l'indice des prix des logements en termes réels et la tendance log-linéaire de l'indice des prix des logements en termes réels, et la moyenne mobile sur deux trimestres du taux de variation des prix réels des logements.

Tous les coefficients des variables explicatives sont significatifs au niveau de 1 % et sont du signe attendu. Si l'on a pris en compte le taux d'intérêt nominal à long terme (et pas le taux réel), c'est non seulement parce qu'il est statistiquement significatif, mais aussi parce qu'il est étroitement lié aux contraintes de financement à court terme, telles que la proportion du revenu affectée aux paiements d'intérêts, la capacité d'emprunt et la propension à prêter²⁹. Si le taux d'intérêt nominal est retenu en valeur inverse, c'est pour reproduire l'impact non linéaire très marqué sur les contraintes de financement³⁰. Les deux autres variables prennent en compte le phénomène de surchauffe et doivent être considérées globalement. Un taux rapide de hausse des prix des logements après un point bas n'est pas en lui-même un signe de surchauffe. Mais s'il intervient en conjonction avec un écart très prononcé des prix des logements par rapport à la tendance à long terme, il peut indiquer une surchauffe du marché.

Des simulations de la probabilité de points hauts des prix des logements lorsqu'on augmente les taux d'intérêt de 100 et 200 points de base par rapport aux taux observés au deuxième trimestre de 2006 ont été effectuées pour deux cas. Dans le premier, les simulations sont basées sur les prix des logements en termes réels tels qu'observés au deuxième trimestre de 2006, et dans le deuxième sur les prix des logements en termes réels qui seraient observés s'ils augmentaient encore quatre trimestres au même rythme que lors des quatre trimestres précédents. Dans ce dernier cas, on obtient une estimation approximative et commode de l'accroissement du risque de choc sur les taux d'intérêt, à supposer que la hausse des prix des logements se poursuive. Les résultats sont présentés au tableau I.9. Ils montrent que, en fonction des hypothèses adoptées, le Danemark court le plus grand risque d'être proche d'un pic pour les prix des logements, suivi de l'Irlande, de la Suède et de la France.

Modèles par pays

Le fait que le modèle à régressions en panel impose pour tous les pays les mêmes réponses aux variables explicatives en termes de probabilité conditionnelle peut être considéré comme un handicap. En théorie, l'estimation du modèle pays par pays peut y remédier. Mais cela présente d'autres inconvénients, surtout le petit nombre de pics observés pour chaque pays, qui remet en cause la fiabilité des résultats. Il existe également un risque d'extraire des données des relations qui ne sont pas vali-

28. Voir Girouard *op. cit.* (2006), tableau A1, en ce qui concerne les sources et les définitions.

29. Borio et McGuire (2004) concluent également que le taux d'intérêt nominal est significatif. Cette caractéristique du marché du logement est confirmée par une étude microéconomique s'appuyant sur la méthode probit qui a été réalisée pour le Royaume-Uni par la Banque d'Angleterre. Voir May, O. et M. Tudela (2005), « When is mortgage indebtedness a financial burden to British households? », *Bank of England Working Paper*, n° 277.

30. Voir Himmelberg, C., C. Mayer et T. Sinai (2005), « Assessing high house prices: bubble, fundamentals and misperceptions », *NBER Working Paper Series*, n° 11643.

Tableau I.9. Modèle de régression en panel

Probabilités que les prix réels du logement atteignent un pic dans les quatre prochains trimestres

	Situation actuelle ¹	Après une augmentation des intérêts de		Après une augmentation supplémentaire des prix réels du logement au rythme des quatre trimestres précédents et une hausse des taux d'intérêt de	
		1%	2%	1%	2%
États-Unis	0.06	0.09	0.13	0.18	0.23
Japon	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Allemagne	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
France	0.07	0.15	0.22	0.38 *	0.49 *
Italie	0.01	0.03	0.05	0.04	0.07
Royaume-Uni	0.05	0.10	0.14	0.09	0.14
Canada	0.05	0.09	0.13	0.22	0.30 *
Australie	0.08	0.11	0.15	0.12	0.15
Danemark	0.28 *	0.43 *	0.54 **	0.92 ***	0.96 ***
Finlande	0.02	0.04	0.08	0.14	0.21
Irlande	0.13	0.24	0.33 *	0.45 *	0.56 **
Pays-Bas	0.02	0.06	0.10	0.06	0.10
Nouvelle-Zélande	0.10	0.14	0.18	0.19	0.24
Norvège	0.10	0.19	0.26 *	0.39 *	0.49 *
Espagne	0.02	0.05	0.09	0.08	0.13
Suède	0.08	0.17	0.25 *	0.44 *	0.55 **
Suisse	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01

Note: *, **, *** indiquent des probabilités supérieures à 25%, 50% et 75%, respectivement.

1. Deuxième trimestre 2006

Source: Mise à jour du tableau 6 dans Van den Noord, P. (2006), «Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries», *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 488.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/543023647333>

des, la recherche de l'ajustement optimal pouvant déboucher sur un modèle qui attribue un grand pouvoir prédictif à un ensemble de facteurs explicatifs accompagnant plus ou moins accidentellement le petit nombre de pics observés. Vu leurs avantages et leurs inconvénients, les estimations par pays doivent être considérées comme un complément des résultats regroupés. Les résultats indiqués dans le texte principal de ce chapitre correspondent donc à la moyenne arithmétique des probabilités calculées avec le modèle en panel et le modèle par pays pour chacun des pays.

Pour quelques pays, il n'a pas été possible d'améliorer la spécification utilisée dans le modèle en panel (Espagne et Suisse). Dans tous les autres cas, la spécification a été modifiée de manière suivante :

- Dans plusieurs cas, la prise en compte du *taux d'inflation* comme variable explicative supplémentaire a amélioré l'équation de façon significative (États-Unis, France, Danemark, Nouvelle-Zélande et Suède). Cette variable est de signe négatif dans l'équation, ce qui laisse penser que l'impact d'un taux d'intérêt nominal donné a tendance à diminuer à mesure qu'augmente le taux d'inflation, et *vice versa*.
- Dans un certain nombre de cas, il y a eu amélioration de l'équation lorsqu'on prend en compte la *part de l'investissement résidentiel dans le PIB*, soit en niveau (Canada, Pays-Bas), soit en variation (Finlande, Italie et Japon). Le signe de cette variation est toujours positif, ce qui indique qu'un accroissement de l'offre de logement peut contribuer à la probabilité qu'un point haut soit proche.

- La variation du *taux de chômage*, qui peut être interprétée comme un indicateur du cycle global, s'est révélée significative dans l'équation de l'Italie. Le signe de cette variable est négatif, ce qui laisse penser qu'une baisse du chômage augmente la probabilité que les prix des logements soient proches d'un point haut dans ce pays. Dans un seul pays (Danemark), le taux de chômage figurait en niveau et était de signe positif, ce qui veut dire que la baisse tendancielle du chômage depuis le début des années 90 a réduit la probabilité de pic des prix des logements. Dans un certain nombre de cas, il y a eu amélioration de l'équation lorsqu'on prend en compte la *part de l'investissement résidentiel dans le PIB*, soit en niveau (Canada, Pays-Bas), soit en variation (Finlande, Italie, Japon et Norvège). Le signe de cette variable est toujours positif, ce qui indique qu'un accroissement de l'offre de logements peut contribuer à la probabilité qu'un point haut soit proche.
- Les variables financières qui se sont révélées significatives dans plusieurs cas étaient la variation du taux d'épargne des ménages (Italie) et le taux de variation de l'indice local des actions (Finlande et Nouvelle-Zélande).

Dans certains cas, il a fallu modifier le terme relatif au taux d'intérêt. Parfois, le taux d'intérêt à court terme s'est avéré important, soit en lieu et place du taux à long terme (Irlande, Royaume-Uni), soit en plus de ce taux (États-Unis). Dans un cas, le taux d'intérêt réel a donné des résultats bien meilleurs que le taux nominal (Australie), et dans certains cas des décalages ont été nécessaires (Australie, Canada, Italie, Norvège, Pays-Bas et Royaume-Uni). Dans un seul cas, le taux d'intérêt a été totalement

Tableau I.10. Modèles de régression pays par pays

Probabilités que les prix réels du logement atteignent un pic dans les quatre prochains trimestres

Situation actuelle ¹	Après une augmentation des intérêts de		Après une augmentation supplémentaire des prix réels du logement au rythme des quatre trimestres précédents et une hausse des taux d'intérêt de		
	1%	2%	1%	2%	
États-Unis	0.18	0.76 ***	0.97 ***	0.95 ***	1.00 ***
Japon	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Allemagne	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
France	0.06	1.00 ***	1.00 ***	1.00 ***	1.00 ***
Italie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Canada	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Australie	0.14	0.14	0.14	0.06	0.06
Danemark	0.09	0.92 ***	1.00 ***	1.00 ***	1.00 ***
Finlande	0.00	0.04	0.04	0.07	0.07
Irlande	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pays-Bas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nouvelle-Zélande	0.06	0.18	0.35 *	0.30 *	0.50 **
Norvège	0.00	0.00	0.01	0.02	0.05
Espagne	0.07	0.16	0.26 *	0.23	0.35 *
Suède	0.00	0.00	0.00	0.00	0.42 *
Suisse	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Note: *, **, *** indiquent des probabilités supérieures à 25%, 50% et 75%, respectivement.

1. Deuxième trimestre 2006

Source: Mise à jour du tableau 6 dans Van den Noord, P. (2006), «Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries», Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 488.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/862533586108>

retiré de l'équation (Finlande). Dans quatre cas, il en a été de même pour l'écart de prix (Canada, Irlande, Italie et Pays-Bas) et dans neuf cas on a pris en compte le taux de variation des prix des logements en termes réels (Australie, Espagne, France, Irlande, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse).

Tout cela montre que les situations sont très hétérogènes d'un pays à l'autre, phénomène que le modèle en panel ne pouvait intégrer. On en trouve confirmation dans les performances ex post des modèles par pays, nettement supérieures dans la plupart des cas, pour le pouvoir prévisionnel des pics et des prix des logements. Si l'on procède à la même simulation que précédemment, c'est-à-dire qu'on augmente les taux d'intérêt de 100 et 200 points de base par rapport aux niveaux observés au deuxième trimestre de 2006, on obtient des résultats qui correspondent approximativement à ceux du modèle en panel, à une exception près (tableau I.10). Plus précisément, les États-Unis se retrouvent alors dans la catégorie où le risque est le plus élevé, avec le Danemark et la France, les probabilités pouvant atteindre 100 % en fonction des hypothèses. Les autres pays en situation de risque (mais le risque est alors plus faible, au pire de 25 à 50 %) sont l'Espagne, la Nouvelle-Zélande et la Suède.

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

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 2005

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

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial : Rééquilibrage en douceur ?					vii
I. Évaluation générale de la situation macroéconomique					1
Vue d'ensemble					1
Passage de relais					2
Les forces à l'œuvre et les risques					5
De bonnes perspectives de croissance					17
Les enjeux de politique macroéconomique					22
Appendice I.1. Comment évaluer l'abondance de la liquidité ?					35
Appendice I.2. L'indicateur synthétique des primes de risque de l'OCDE					38
Appendice I.3. La hausse des prix des logements en termes réels touche-t-elle à son terme ? Une analyse par la méthode probit					40
II. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres					45
États-Unis	45	Danemark	96	Pologne	131
Japon	50	Espagne	99	Portugal	134
Zone euro	55	Finlande	102	République slovaque	136
Allemagne	59	Grèce	105	République tchèque	139
France	64	Hongrie	108	Suède	141
Italie	69	Irlande	111	Suisse	144
Royaume-Uni	74	Islande	114	Turquie	146
Canada	79	Luxembourg	117	Brésil	149
Australie	84	Mexique	119	Chine	153
Autriche	87	Norvège	122	Inde	157
Belgique	90	Nouvelle-Zélande	125	Fédération de Russie	161
Corée	93	Pays-Bas	128		
III. Les ménages sont-ils plus vulnérables du fait de leur endettement croissant ?					165
Introduction et résumé					165
L'accroissement de la dette : grandes tendances et facteurs sous-jacents					166
Indicateurs macroéconomiques de vulnérabilité					168
Données de source microéconomique					176
Annexe statistique					182
Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des <i>Perspectives économiques de l'OCDE</i>					191
Annexe statistique					193
Classification des pays					194
Mode de pondération pour les données agrégées					194
Taux de conversion irrévocable de l'euro					194
Systèmes de comptabilité nationale et années de référence					195
Tableaux annexes					197

Encadrés

I.1. Les ajustements récents sur les marchés du logement.....	14
I.2. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions.....	18
I.3. Comment la mondialisation influe-t-elle sur l'inflation ?.....	24
I.4. Gains budgétaires exceptionnels et cycle des actifs.....	30

Tableaux

I.1. Les écarts de croissance se réduisent.....	1
I.2. Les marchés du travail sont dynamiques.....	4
I.3. La croissance des salaires s'accélère.....	4
I.4. Les prix réels des logements décroissent sur certains marchés.....	12
I.5. La croissance demeure soutenue.....	19
I.6. Les écarts de croissance reflètent la faiblesse du marché du logement aux États-Unis.....	20
I.7. La croissance du commerce mondial reste soutenue et les déséquilibres extérieurs se creusent.....	21
I.8. La consolidation budgétaire demeure insuffisante.....	28
I.9. Modèle de régression en panel.....	42
I.10. Modèles de régression pays par pays.....	43
III.1. Dette et patrimoine net des ménages.....	168
III.2. Distribution de la dette médiane des ménages.....	179

Graphiques

I.1. Les différentiels de croissance se sont réduits.....	3
I.2. Les marchés de l'énergie se sont apaisés.....	6
I.3. Les pétrodollars ne sont dépensés que lentement.....	7
I.4. Les conditions financières restent favorables.....	9
I.5. Investissement résidentiel et croissance de la population.....	11
I.6. Évaluation des marchés immobiliers et de leur impact.....	13
I.7. Les déséquilibres des comptes courants s'aggravent et les réserves officielles gonflent.....	16
I.8. La confiance est généralement robuste.....	19
I.9. Les taux directeurs sont remontés.....	23
I.10. L'inflation globale et sous-jacente convergent.....	26
I.11. Les déterminants de l'inflation sous-jacente.....	27
I.12. Les politiques budgétaires au cours du cycle.....	33
I.13. Les objectifs budgétaires dérapent continuellement.....	34
I.14. Mesure de la liquidité – écarts par rapport à la normale historique : optique monétaire.....	35
I.15. Mesure de la liquidité – écarts par rapport à la normale historique : optique du crédit.....	36
I.16. Indicateur synthétique effectif et prévu de primes de risque.....	39
I.17. Contributions à la valeur prévue de l'indicateur synthétique de primes de risque.....	39
III.1. Tendances de la dette des ménages.....	167
III.2. Le patrimoine des ménages.....	169
III.3. Effet de levier des ménages.....	171
III.4. Charge du service de la dette des ménages.....	173
III.5. Prêts à taux révisables et vulnérabilité.....	175
III.6. Proportion des ménages endettés.....	177
III.7. Profil des détenteurs de dette.....	178
III.8. Distribution de la charge du service de la dette des ménages endettés.....	180

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	2008										Quatrième trimestre		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2006	2007	2008	
Per cent																
Croissance du PIB en volume																
États-Unis	3.3	2.4	2.7	2.4	2.1	2.7	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6	2.6	3.0	2.6	2.7	
Japon	2.8	2.0	2.0	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.2	2.1	1.9	
Zone euro	2.6	2.2	2.3	2.3	1.9	2.2	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.9	2.2	2.5	
OCDE total	3.2	2.5	2.7	2.4	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	3.0	2.7	2.7	
Inflation																
États-Unis	2.9	2.6	2.6	1.7	3.3	2.7	2.7	2.6	2.8	2.4	2.4	2.3	2.5	2.8	2.5	
Japon	-1.0	0.2	0.6	0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.4	0.3	0.8	
Zone euro	1.8	2.0	2.0	1.7	2.4	2.0	2.0	2.2	1.8	2.0	2.0	2.1	1.5	2.1	2.0	
OCDE total	2.2	2.2	2.1	1.9	2.3	2.1	2.2	2.3	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.1	
Taux de chômage																
États-Unis	4.6	4.8	5.1	4.5	4.7	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2	4.5	4.9	5.2	
Japon	4.2	3.9	3.6	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	4.2	3.7	3.5	
Zone euro	7.9	7.4	7.1	7.6	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	7.6	7.3	6.9	
OCDE total	6.0	5.8	5.7	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7	5.9	5.8	5.7	
Croissance du commerce mondial																
	9.6	7.7	8.4	7.6	8.0	8.2	8.2	8.3	8.5	8.6	8.6	8.6	8.5	8.2	8.6	
Balance courante																
États-Unis	-6.6	-6.5	-6.6													
Japon	3.8	4.5	5.3													
Zone euro	-0.3	-0.1	-0.1													
OCDE total	-2.0	-1.9	-1.8													
Solde corrigé des variations cycliques																
États-Unis	-2.4	-2.8	-2.9													
Japon	-4.6	-4.2	-4.1													
Zone euro	-1.5	-1.1	-1.2													
OCDE total	-2.1	-2.1	-2.2													
Taux d'intérêt à court terme																
États-Unis	5.2	5.3	5.0	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9	5.3	5.2	4.9	
Japon	0.2	0.4	0.9	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.2	0.4	0.5	1.2	
Zone euro	3.1	3.8	4.0	3.5	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	3.5	3.9	4.1	

Note: La croissance du PIB, l'inflation (croissance de l'indice implicite des prix du PIB) et la croissance du commerce mondial (moyenne arithmétique des importations et des exportations mondiales en volume) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables et exprimées en taux annualisés. Les trois dernières colonnes (quatrième trimestre) sont en taux de croissance annuels s'il y a lieu et en niveaux 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.

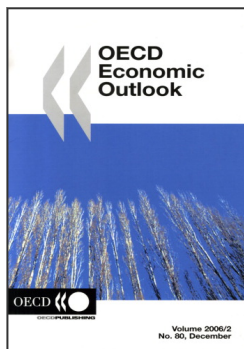
Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 13 novembre 2006 ; en particulier 1 dollar = 118.10 yen et 0.78 euros ;

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 20 novembre 2006.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 80.



Extrait de :
OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 2

Accéder à cette publication :
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-2-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2006), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 2*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-2-3-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.