

# I. ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

## Aperçu général

Dans le contexte d'une croissance vigoureuse de l'activité mondiale, la zone OCDE entre dans sa cinquième année d'expansion économique. Malgré l'effet de freinage exercé par la montée des prix de l'énergie et leur instabilité, celle-ci semble devoir se poursuivre et même s'amplifier cette année et l'an prochain, grâce à des conditions favorables sur les marchés financiers et à une inflation maîtrisée. Aux États-Unis, l'économie devrait marquer une légère décélération, la croissance se stabilisant aux alentours de son taux potentiel. En Europe, où le cycle est moins avancé, le rythme de l'activité devrait s'accélérer progressivement. La Chine connaît une expansion rapide et l'économie japonaise, dont le redressement est aujourd'hui achevé, demeure vigoureuse (tableau I.1).

*L'expansion mondiale se poursuit...*

Des risques et des tensions subsistent et certains des facteurs qui ont soutenu la croissance pourraient donc cesser de le faire à l'avenir. Les déséquilibres de balance courante ont atteint des niveaux sans précédent. Bien qu'ils n'aient pas provoqué de perturbation majeure jusqu'ici, il semble peu probable qu'ils puissent persister indéfiniment sans entraîner de correction à l'initiative du marché, ce qui pourrait avoir de

*... malgré des tensions et des risques*

Tableau I.1. La croissance devrait continuer

Total OCDE si non spécifié

	Moyenne						2005	2006	2007
	1993-2002	2003	2004	2005	2006	2007	T4	T4	T4
	Pourcentage								
<b>Croissance du PIB<sup>1</sup></b>	2.7	2.0	3.3	2.8	3.1	2.9	3.0	3.1	2.9
États-Unis	3.2	2.7	4.2	3.5	3.6	3.1	3.2	3.9	3.0
Zone euro	2.0	0.7	1.8	1.4	2.2	2.1	1.8	2.3	2.2
Japon	0.9	1.8	2.3	2.7	2.8	2.2	4.3	2.2	2.1
<b>Écart de production<sup>2</sup></b>	-0.8	-1.5	-0.8	-0.7	-0.2	0.0			
<b>Taux de chômage<sup>3</sup></b>	6.7	6.9	6.7	6.5	6.2	6.0	6.4	6.1	5.9
<b>Inflation<sup>4</sup></b>	3.6	2.3	2.3	2.0	2.2	2.0	2.0	1.9	2.0
<b>Solde des administrations publiques<sup>5</sup></b>	-2.4	-4.0	-3.5	-2.7	-2.6	-2.6			

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

2. Pourcentage de 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° 79.

sérieuses conséquences. Face à une forte demande, à des réserves de capacité limitées et à des risques géopolitiques, les prix de l'énergie atteignent des niveaux élevés et pourraient encore augmenter sensiblement en cas de ruptures d'approvisionnement. Les taux d'intérêt à long terme sont déjà en hausse par rapport aux niveaux exceptionnellement bas enregistrés précédemment et, s'ils venaient à s'accroître encore de façon significative, ils pourraient entraîner un tassement, voire une baisse des prix des logements de nature à provoquer un ralentissement de l'activité. D'un autre côté, la très bonne tenue des bénéfices des entreprises dans l'ensemble de la zone OCDE pourrait se solder par des améliorations imprévues en termes de formation de capital, d'emploi et de croissance.

*La politique monétaire est de moins en moins stimulante*

En dépit des pressions engendrées par le renchérissement de l'énergie, l'inflation et, en particulier, les anticipations d'inflation sont généralement faibles et devraient rester assez limitées. Cette situation tient en partie à l'amélioration de la crédibilité des banques centrales depuis quelques années, mais elle constitue aussi, dans une certaine mesure, une conséquence positive de la mondialisation. Dans ces circonstances, aux États-Unis, la politique monétaire n'exerce plus d'effet stimulant. L'inflation tendancielle est jusqu'ici généralement maîtrisée, mais avec une marge de capacité inutilisée pratiquement épuisée ainsi que des anticipations d'inflation commençant à s'orienter vers la hausse, une politique modérément restrictive pourrait se justifier si la situation est confirmée par les données qui seront publiées. Au Japon, la déflation semble enfin toucher à son terme, quoique progressivement en dépit d'une croissance vigoureuse. Il n'est donc pas nécessaire que les taux d'intérêt deviennent positifs dans un proche avenir et le passage à une politique monétaire neutre va pouvoir s'opérer à un rythme mesuré. Dans la zone euro, l'inflation tendancielle reste faible et l'inflation globale n'est pas très au-dessus de la barre des 2 %. Pour la période à venir, toute nouvelle réduction de la stimulation monétaire devra reposer sur des signes tangibles de réduction de la marge de capacité inutilisée et de montée de l'inflation tendancielle.

*Un assainissement des finances publiques est nécessaire dans la plupart des pays*

Sur le plan budgétaire, l'assainissement demeure en général un impératif primordial, et il conviendrait de tirer avantage de la reprise conjoncturelle pour en accélérer le rythme. En effet, le déficit des administrations publiques pour la zone OCDE était encore voisin de 3 % du PIB en 2005 et avec les mesures courantes ne devrait pas s'améliorer beaucoup dans le très court terme en dépit de conditions conjoncturelles favorables. De sérieux efforts d'ajustement seraient justifiés, même si l'on ne tient pas compte des pressions budgétaires liées au vieillissement, qui vont continuer de s'accroître en dépit des réformes des systèmes de retraite et de soins de santé mises en œuvre ces dernières années.

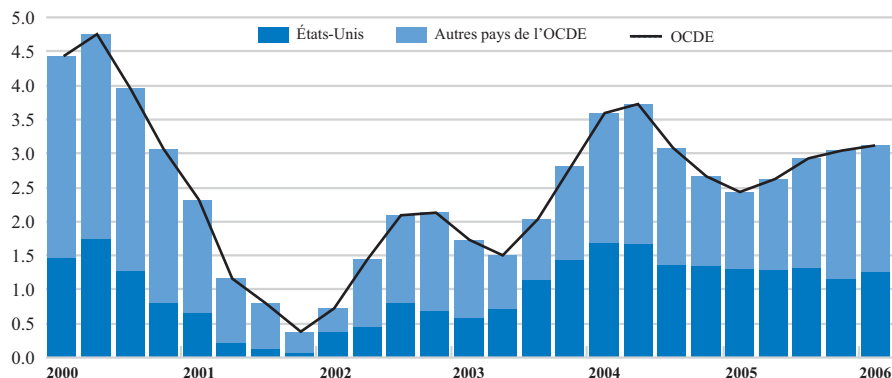
## L'expansion s'intensifie

*Les écarts de taux de croissance se réduisent à l'intérieur de la zone OCDE*

La croissance s'est poursuivie à un rythme soutenu dans la zone OCDE à la faveur de la forte expansion du commerce mondial, stimulé notamment par le dynamisme de l'activité en Asie. Si le dernier trimestre de 2005 a été décevant dans un certain nombre de pays de l'OCDE, les premiers mois de 2006 se sont caractérisés par un vif redressement des échanges commerciaux et de l'activité. Chacune des grandes économies de l'OCDE a contribué à ce redressement, et de façon un peu moins inégale que dans le passé (graphique I.1). L'expansion en cours se caractérise dans la plupart des grandes économies par un fort accroissement des marges de

## Graphique I.1. L'expansion est devenue plus équilibrée

Croissance réelle du PIB et contributions, variation en glissement annuel, pourcentage et points de pourcentage



Note : La contribution des États-Unis à la croissance totale de l'OCDE est calculée en multipliant le taux de croissance des États-Unis par le poids des États-Unis dans le PIB total de l'OCDE. Le reste représente la contribution des autres pays de l'OCDE à la croissance totale de l'OCDE. Les données de 2006 sont des estimations de l'OCDE.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/886385733338>

profit, grâce notamment à une progression très modérée des salaires réels (tableau I.2). Cela étant, le redressement de l'investissement a été tout au plus normal, voire faible dans certains cas, mais cette situation tient peut-être au fait que la formation de capital est devenue structurellement plus « puissante », en ce sens que la production par unité de capital s'est accrue (encadré I.1<sup>1</sup>).

L'emploi a continué de progresser à un rythme annuel de l'ordre de 1 % dans la zone OCDE prise globalement, avec un taux de croissance plus proche de 2 % aux États-Unis, inférieur à 1 % au Japon et légèrement supérieur à 1 % dans la zone euro.

*Les marchés du travail se redressent globalement*

Tableau I.2. Les salaires réels sont en retard sur la productivité

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Pourcentage de variation					
<b>Productivité du travail</b>						
États-Unis	2.3	1.0	3.3	2.9	3.4	2.3
Japon	3.4	0.8	1.4	2.2	2.4	2.4
Zone euro	1.6	0.3	0.4	0.4	0.9	0.6
<b>Rémunération par employé</b>						
États-Unis	6.7	2.6	3.3	3.6	4.7	5.2
Japon	0.1	-1.2	-2.0	-1.3	-1.3	0.8
Zone euro	2.4	2.6	2.4	1.9	1.4	1.2
<b>Rémunération réelle par employé<sup>1</sup></b>						
États-Unis	4.7	0.2	2.3	1.8	2.2	2.4
Japon	1.7	0.3	-0.5	-0.1	0.0	2.6
Zone euro	0.9	-0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.1

Note : Secteur des entreprises.

1. Divisé par le déflateur du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/518817748885>

1. Voir l'appendice I.1.

## Encadré I.1. L'investissement des entreprises a-t-il été insuffisant au cours de ce cycle ?

La phase actuelle de reprise et d'expansion se caractérise par la faiblesse de l'investissement des entreprises. Par comparaison avec les cycles précédents, ce phénomène est particulièrement notable aux États-Unis, mais aussi dans d'autres pays. Afin de mieux comprendre la situation actuelle, il est utile de la replacer dans le contexte de l'évolution des dépenses d'investissement au cours des vingt dernières années.

En termes nominaux, les dépenses d'investissement accusent une baisse tendancielle en proportion du PIB depuis le début des années 80 dans les trois principales économies et, de ce point de vue, l'évolution récente n'est pas inhabituelle (graphique, partie gauche). Cependant, cette baisse est due en partie à la diminution des prix des équipements, notamment dans le secteur des technologies de l'information et des communications (TIC). Ainsi, l'indice de prix utilisé dans les comptes nationaux pour l'investissement total a fortement diminué aux États-Unis, ainsi qu'au Royaume-Uni et au Canada. L'effet de prix relatif a été beaucoup moins prononcé au Japon et dans la zone euro, en partie parce que les biens TIC y représentent une plus petite proportion des dépenses totales d'équipement.

On observe néanmoins des différences dans les méthodes utilisées par les comptes nationaux pour mesurer les prix des investissements en TIC, ce qui rend les comparaisons internationales potentiellement plus difficiles. Aux États-Unis, des indices de prix hédonistes sont utilisés pour tenir compte de l'amélioration de la qualité des biens d'équipement. L'exemple le plus notable concerne les ordinateurs, dont le prix est ajusté pour tenir compte de l'augmentation spectaculaire de leur puissance au fil des ans. Tous les pays essaient de prendre en compte l'évolution de la qualité, mais seuls quelques-uns d'entre eux utilisent la méthode des prix hédonistes. Pour essayer de rendre les données plus comparables, on peut utiliser pour les autres économies des indices de prix TIC « harmonisés » en fonction des prix de référence américains<sup>1</sup>. Pour la zone euro et le Japon, les ratios d'investissement construits de cette manière ne font apparaître que de légères différences par rapport à ceux utilisant

les indices nationaux. Les différences observées entre les économies semblent donc plutôt dues à la composition des dépenses d'équipement qu'à la manière dont les prix sont mesurés.

Les chiffres ainsi obtenus représentent l'investissement brut et risquent donc de donner une image inexacte du rythme auquel diverses économies accroissent leur stock de capital, notamment dans les cas où la composition de celui-ci comporte une part nettement plus importante de biens ayant une courte durée de vie économique et se caractérisant donc par un taux de dépréciation élevé (comme les biens TIC). Si, en principe, l'investissement net est un indicateur plus approprié, dans la pratique, il n'est pas facile de construire des ratios d'investissement net à prix constants, hors secteur du logement, à partir des données figurant dans les comptes nationaux<sup>2</sup>. D'autres problèmes conceptuels se posent également. Par exemple, certaines dépenses des entreprises (recherche-développement, formation des salariés) sont comptabilisées comme des dépenses. Or, dans la mesure où ces dépenses se traduisent par un accroissement de la production future, elles se rapprochent davantage d'un investissement et il semblerait donc justifié de les considérer comme telles<sup>3</sup>.

Une autre raison pour laquelle les ratios d'investissement ne reflètent que de façon imparfaite le rythme d'évolution du capital productif tient au fait qu'ils ne tiennent pas compte du déclassement et qu'ils appliquent le même poids à toutes les catégories de biens d'équipement, quelle que soit leur efficacité. Cela étant, il est possible de remédier à ce problème en construisant des indicateurs approximant le volume de la production ou des services fournis par chaque catégorie de bien d'équipement<sup>4</sup>. D'après des estimations effectuées par l'OCDE, le volume des services tirés du capital, hors secteur du logement, aurait progressé plus rapidement que la production dans la plupart des grandes économies (à l'exception des États-Unis) entre le début des années 80 et 2003, dernière année connue (graphique, partie droite). Tout cela donne à penser que le taux d'augmentation de la capacité de production ne s'est pas ralenti.

1. Les prix TIC « harmonisés » calculés par l'OCDE se fondent sur les indices de prix américains selon la méthode décrite dans Colecchia, A. et P. Schreyer, « ICT Investment and Economic Growth in the 1990s: Is the United States a Unique Case? A Comparative Study of Nine OECD Economies », *OCDE, document de travail STI*, n° 7, 2001. Pour l'essentiel, on suppose que la composante TIC d'un indice de prix pour un pays donné progresse au même rythme que la composante TIC aux États-Unis, après correction de l'inflation globale. Les sous-indices sont ensuite recombinaés au moyen des coefficients de pondération propres au pays considéré.
2. Les données figurant dans les comptes nationaux en ce qui concerne la consommation de capital fixe présentent plusieurs limitations. Premièrement, les méthodes d'estimation de la consommation de capital fixe ne sont pas totalement harmonisées entre les pays. Deuxièmement, seuls quelques pays fournissent des données qui permettent de construire un indice de consommation de capital fixe hors secteur du logement. Enfin, pour obtenir des indices de consommation de capital fixe corrigés de l'inflation, il faudrait disposer de données détaillées sur l'ancienneté du capital existant.
3. On trouvera des estimations des dépenses d'investissement américaines tenant compte de ces facteurs dans Corrado, C., C. Halten et D. Sichel, « Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework », *Federal Reserve Board of Governors Working Paper*, 2004-65.
4. La méthodologie utilisée pour établir les estimations présentées est décrite dans Schreyer, P., P.-E. Bignon et J. Dupont, « OECD Capital Services Estimates: Methodology and a First Set of Results », *OCDE, Statistics Working Paper Series*, n° 6, 2003.

## Encadré I.1. L'investissement des entreprises a-t-il été insuffisant au cours de ce cycle ? (suite)

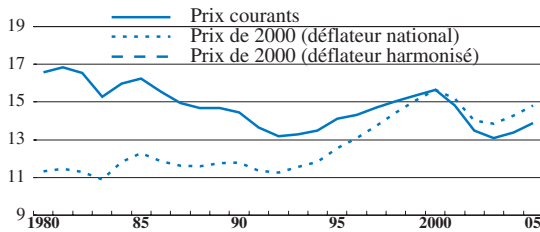
Pour en revenir à la faiblesse actuelle de l'investissement, si elle ne représente pas un recul tendanciel de long terme, elle est probablement due à la vigueur de la demande (ou plutôt à son manque de vigueur). En fait, la présente reprise ressemble plus à celle des années 90, qui

avait aussi été considérée comme moins dynamique que les cycles d'expansion précédents. En même temps, les dépenses d'investissement, hors secteur du logement, ont eu tendance à accompagner le redressement, relativement modeste, de la production.

## Investissement non résidentiel et services du capital

## Taux d'investissement non résidentiel

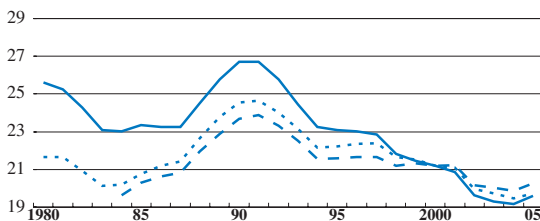
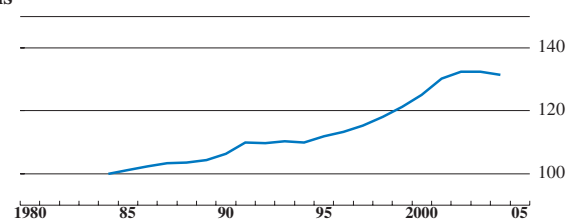
En pourcentage du PIB



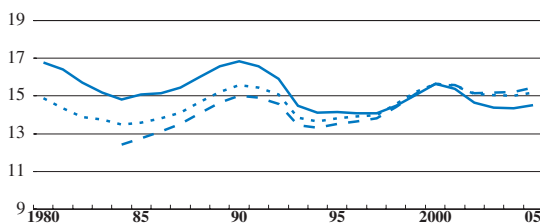
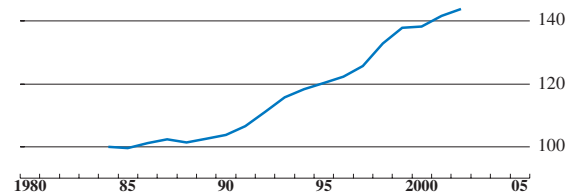
États-Unis

## Ratio de services du capital\*

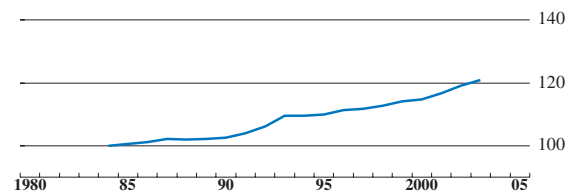
En pourcentage du PIB réel (Indice, 1984 = 100)



Japon



Zone euro



Note : Les taux d'investissement à prix constant sont calculés comme le rapport de la formation brute de capital fixe non résidentiel au PIB, tous deux mesurés aux prix chaînés de 2000. Les résultats doivent être considérés à titre indicatif, étant donné que les séries chaînées ne sont pas strictement comparables. Les données pour 2004 et 2005 sont partiellement estimées.

Pour des détails sur la méthodologie utilisée pour obtenir les estimations des services du capital, voir Schreyer *et al.* (2003).

\* Pour l'investissement non résidentiel.

Source : OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/586840215852>

Tableau I.3. Le marché du travail s'améliore

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
<b>Emploi</b>						
États-Unis	2.5	0.0	-0.3	0.9	1.1	1.8
Japon	-0.2	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	0.4
Zone euro	2.5	1.6	0.6	0.4	0.9	0.9
<b>Population active</b>						
États-Unis	2.3	0.8	0.8	1.1	0.6	1.3
Japon	-0.2	-0.2	-0.9	-0.3	-0.4	0.1
Zone euro	1.4	1.1	1.1	1.0	1.1	0.6
<b>Taux de chômage</b>	Pourcentage de la population active					
États-Unis	4.0	4.8	5.8	6.0	5.5	5.1
Japon	4.7	5.0	5.4	5.3	4.7	4.4
Zone euro	8.1	7.7	8.2	8.7	8.9	8.6

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/888741715282>

Sur l'ensemble du cycle, la croissance de l'emploi a été plus soutenue dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cela s'explique par la détérioration relativement limitée de l'emploi dans la zone euro suite de la phase de ralentissement de 2000-2001 (tableau I.3). Des créations d'emploi ont également eu lieu pendant la reprise, mais elles ont été concentrées dans un petit nombre de pays, notamment l'Espagne (à qui plus de la moitié de l'augmentation est attribuable) et l'Italie, alors que parallèlement, l'emploi en Allemagne et en France a pratiquement stagné<sup>2</sup>. En contrepartie, les coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs ont augmenté en Espagne et en Italie, où la compétitivité internationale s'est détériorée, et ils ont baissé en Allemagne, où la compétitivité s'est améliorée.

### États-Unis : des capacités proches de leurs limites

L'économie des États-Unis poursuit son expansion à un rythme soutenu, après avoir absorbé de façon relativement satisfaisante une série de chocs, notamment les cyclones dévastateurs de la fin de l'été dernier et l'augmentation rapide des prix de l'essence qui a suivi. Les profits atteignent un niveau élevé, la confiance des entreprises est très ferme, les créations d'emplois sont soutenues et le chômage est proche de son niveau structurel. Cependant, les salaires réels ont moins progressé que les gains de productivité. En fait, dans la grande majorité des cas, la hausse des salaires réels a été inférieure à la moyenne, et la consommation s'en ressent probablement<sup>3</sup>. En revanche, les plus-values enregistrées sur le marché du logement et sur les marchés d'actions soutiennent la dépense des ménages, encore que la hausse des taux d'intérêt ait sans

2. En Espagne et en Italie, des facteurs particuliers comme la régularisation de travailleurs immigrés contribuent à la progression de l'emploi. En Italie, l'augmentation de la productivité est probablement sous-estimée (tandis que la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre est sans doute surestimée) dans la mesure où avant la régularisation, le travail non déclaré était déjà comptabilisé dans le PIB, mais pas dans l'emploi.
3. Le résultat est que la distribution des revenus parmi les salariés américains est plus inégale. Voir à ce sujet Dew-Becker, I. et R.J. Gordon, « Where Did the Productivity Growth Go? », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 5419, décembre 2005, qui constatent que seuls les 10 % supérieurs de la distribution des revenus ont bénéficié d'un taux de croissance des salaires réels égal ou supérieur au taux de croissance moyen de la productivité dans l'ensemble de l'économie entre 1997 et 2001.

doute commencé à freiner la demande de logements et les achats de biens de consommation durables.

Après avoir surmonté un certain nombre de problèmes consécutifs à la bulle spéculative – notamment en réduisant le volume des créances improductives dans le secteur bancaire – à la faveur de l’expansion vigoureuse qu’enregistre une grande partie de l’Asie et la dépréciation récente du yen en terme effectif, l’économie japonaise connaît aujourd’hui une croissance généralisée. La reprise a d’abord été tirée par les exportations et l’investissement fixe des entreprises, mais les dépenses des ménages, notamment dans le secteur du logement, se sont accélérées à la suite de l’amélioration du marché du travail sous la forme d’une augmentation des salaires nominaux et de l’emploi régulier. En fait, c’est la première fois que la masse salariale totale a progressé depuis cinq ans, en partie parce que l’augmentation tendancielle de la part de l’emploi irrégulier (nettement moins bien rémunéré, en général) s’est inversée. L’ajustement qui s’est opéré dans le secteur des entreprises a largement contribué à réduire l’excès de liquidités, et les dépenses d’équipement s’inscrivent à nouveau en hausse. La production a progressé plus rapidement que le potentiel et le chômage est en recul. À l’occasion de l’enquête Tankan réalisée en mars par la Banque du Japon, des entreprises ont signalé des contraintes de capacité pour la première fois depuis 1991 et la proportion d’entreprises faisant état d’un manque de main-d’œuvre qualifiée atteignant un niveau sans précédent depuis 14 ans.

*Japon : une expansion de plus en plus vigoureuse*

Après un accès de faiblesse à la fin de 2005, notamment dans les trois plus grands pays, l’activité semble s’être raffermie en 2006, grâce à une amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs. Le dynamisme de l’environnement extérieur s’est traduit par une augmentation des exportations, mais jusqu’ici la consommation des ménages n’a pas stimulé la croissance, l’épargne des ménages s’étant maintenue à un niveau élevé. Les taux de croissance sont très variables suivant les pays, l’Allemagne étant à la traîne tandis que l’expansion témoigne d’une relative vigueur en France, ainsi que dans la plupart des petits pays. Le chômage a baissé au cours de l’année écoulée, mais il reste relativement élevé.

*Zone euro : une économie qui renoue avec la croissance, mais demeure vulnérable*

La contribution des pays non membres à l’expansion économique mondiale, de plus en plus importante, représente aujourd’hui un quart de celle-ci. La Chine connaît une croissance particulièrement rapide, attribuable surtout aux exportations et à l’investissement. L’Inde enregistre elle aussi une croissance soutenue, stimulée par de faibles taux d’intérêt et un marché d’actions en pleine expansion. Cependant, son poids dans le commerce mondial est relativement limité.

*Les économies émergentes connaissent une croissance rapide*

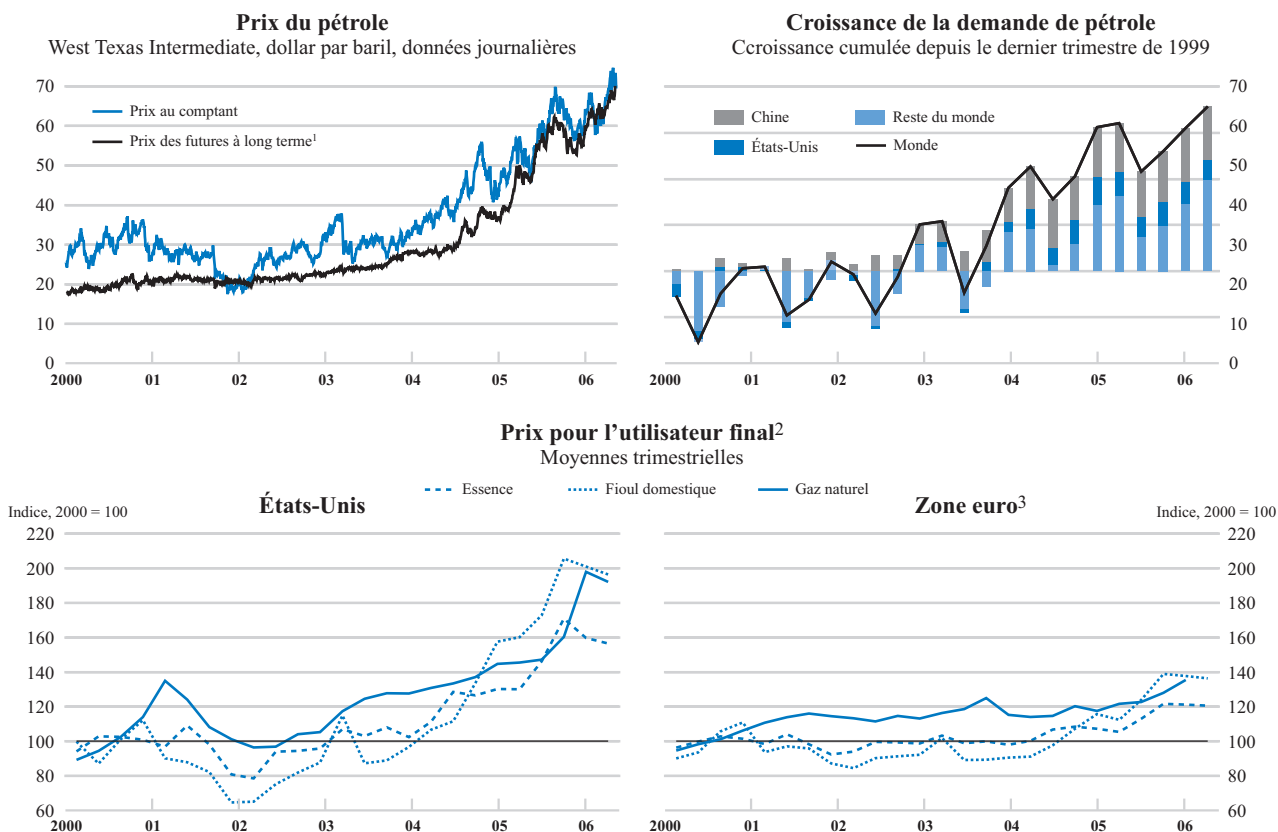
## Mais les tensions continuent de s’accumuler

### Les prix du pétrole restent élevés et instables

Les prix du pétrole ont été instables depuis le début de 2006 et depuis la mi-avril, le Brent a oscillé, sur le marché libre, entre 68 et 75 dollars le baril – soit 20 à 25 dollars de plus que le prix retenu dans les contrats à terme il y a encore quatre

*Les prix du pétrole ont atteint des niveaux sans précédent...*

## Graphique I.2. Les marchés de l'énergie sont tendus



1. Les prix des futures à long terme se réfèrent au contrat du New York Merchandise Exchange sur le brut léger dont la maturité est la plus éloignée (6 à 7 ans).

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

3. Les séries pour la zone euro sont des estimations basées sur les pays pour lesquels des 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° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/470375018656>

mois (graphique I.2). Cela s'explique par un certain nombre d'évolutions, notamment :

*... en raison d'inquiétudes géopolitiques...*

- Des inquiétudes d'ordre géopolitique concernant la sécurité des approvisionnements, compte tenu des tensions politiques croissantes au Nigeria qui ont entraîné une réduction d'un quart des exportations de ce pays, de l'incapacité persistante de l'Irak à rétablir ses exportations pétrolières à leur niveau d'avant la guerre et du risque de réduction des approvisionnements pétroliers en raison de la situation qui prévaut en Iran<sup>4</sup>.

*... et de la lenteur de la réaction de l'offre*

- Il est aussi à craindre que les pays producteurs de pétrole n'investissent pas suffisamment dans les activités d'exploration et d'extraction. De plus, les délais sont longs entre les décisions d'investissement et la mise en service de

4. L'Iran produit un peu moins de 4 millions de barils par jour (mb/j) et en exporte 2½ millions, tandis que les exportations pétrolières du Nigeria représentent environ 2¼ mb/j. Les réserves de capacité de production mondiale dépassent tout juste 2 mb/j, si bien que toute interruption de la production dans ces pays serait difficile à compenser. Il existe aussi un risque de perturbation de l'offre au Venezuela.



nouvelles productions tandis que les rendements sont à la baisse dans plusieurs champs pétrolifères hors OPEP. De ce fait, la production de brut risque de se ralentir à moyen terme, à moins que des investissements très importants ne soient réalisés rapidement en amont.

*Des contraintes de capacité existent dans le secteur du raffinage*

Dans les activités en aval, comme le raffinage, les marges augmentent ce qui incite normalement à éviter les goulets d'étranglement. Cependant, les barrières liées à la construction de raffinerie sont importantes dans les plupart des régions du monde. De plus, les entreprises de raffinage américaines pourraient avoir des difficultés à produire de l'essence répondant aux normes de qualité récemment instituées dans le cadre de dispositions législatives plus rigoureuses en matière d'environnement. Par ailleurs, la vulnérabilité de l'industrie pétrolière aux conséquences des cyclones et l'insuffisance des réserves stratégiques d'essence suscitent des inquiétudes. De ce fait, les marges de raffinage et les écarts de prix entre le brut de qualité supérieure (« sweet ») et le brut de qualité inférieure (« sour ») ont encore augmenté.

*Les prix du pétrole pourraient rester élevés...*

Ces perturbations pourraient persister pendant un certain temps, ce qui aurait pour effet d'accroître la demande de précaution, laquelle viendrait s'ajouter à la forte demande résultant d'une croissance rapide aux États-Unis et dans les économies asiatiques émergentes, la Chine notamment<sup>5</sup>. À en juger également par les prix des contrats à long terme, les prix du pétrole semblent devoir rester élevés, aux alentours de leur niveau actuel, même s'ils sont appelés à accuser de fortes fluctuations<sup>6</sup>. Si le renchérissement du pétrole est dû à des perturbations de l'offre ou à la crainte de telles perturbations, associé à une prime de risque plus forte, il pourrait provoquer un ralentissement de l'activité économique<sup>7</sup> comme l'on fait les chocs d'offre du milieu et de la fin des années 70.

*... entraînant une dégradation des termes de l'échange dans les pays consommateurs de pétrole*

Pour l'ensemble des économies de la zone OCDE, la dégradation des termes de l'échange résultant de la multiplication par 2½ des prix du pétrole entre 2002 et les quatre premiers mois de 2006 devrait s'élever, selon les estimations, à 1¼ point de PIB, dont plus d'un quart au profit de la Russie et la plus grande partie du reste au profit de la région de l'Afrique et du Moyen-Orient. La réduction des revenus réels dans la zone OCDE et le freinage de la demande qui en résulte s'approchent donc des ordres de grandeur observés lors des précédents chocs pétroliers<sup>8</sup>.

5. D'après les estimations actuelles, la consommation de pétrole de la Chine devrait passer d'environ 6½ mb/j en 2004 à 8½ mb/j en 2010, ce qui représente à peu près un cinquième de la croissance de la demande mondiale de pétrole sur la même période ; voir Congressional Budget Office, *China's Growing Demand for Oil and its Impact on US Petroleum Markets*, Washington DC, avril 2006. Jusqu'ici, la Chine contrôle les prix de l'énergie pour les utilisations finales, ce qui a tendance à stimuler la demande d'énergie.
6. Alors que, en 2006, l'activité mondiale devrait progresser à peu près dans les mêmes proportions qu'en 2004, la demande de pétrole devrait augmenter deux fois moins vite en raison de l'effet de freinage dû à la cherté du pétrole. Or les réserves de capacité de production mondiales ne vont probablement pas augmenter sensiblement en 2006 et 2007, même si la croissance de la demande se ralentit, car l'augmentation de l'offre sera sans doute limitée.
7. Si l'augmentation des prix du pétrole est attribuable à un accroissement prononcé de la demande de pétrole dans le contexte d'une activité économique soutenue, les marchés pétroliers s'équilibreront à un niveau d'activité plus élevé qu'avant la hausse des prix pétroliers. En revanche, si le renchérissement du pétrole est le résultat de ruptures d'approvisionnement, les prix augmenteront jusqu'à ce qu'une combinaison d'effets de substitution et de ralentissement de l'activité économique soit suffisante pour faire baisser la demande de pétrole.
8. On estime que la détérioration des termes de l'échange a représenté 2 points de PIB de la zone OCDE en 1973-75 et 3 points en 1979-80.

*Certains facteurs compensent en partie cette évolution...*

Le revenu réel transféré aux pays producteurs de pétrole peut être soit dépensée dans les pays importateurs de pétrole soit recyclée sur les marchés financiers à l'étranger, ce qui stimule l'activité en accroissant la demande extérieure dans le premier cas ou en exerçant une pression à la baisse sur les rendements obligataires dans le second cas, avec des effets positifs sur les valorisations boursières et les prix des autres actifs dans les économies consommatrices de pétrole<sup>9</sup>.

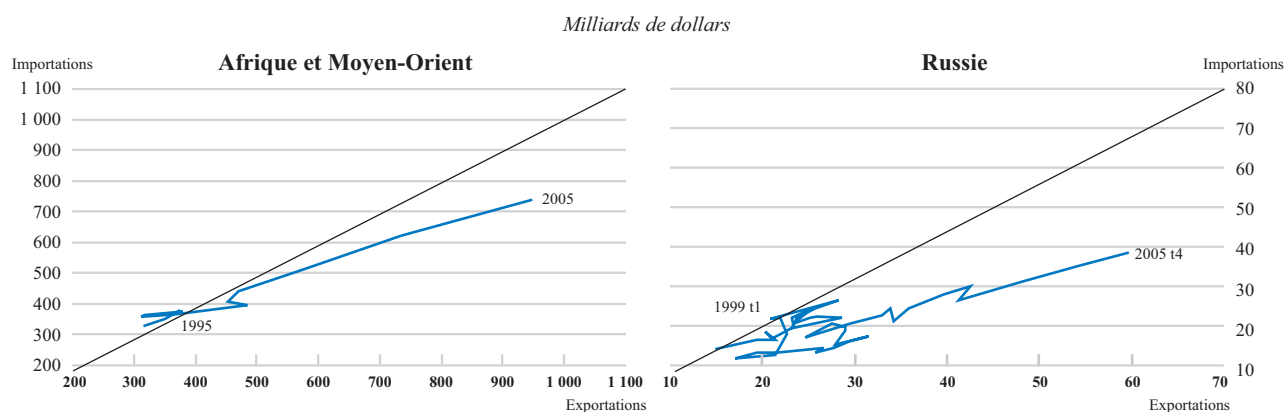
*... mais les recettes pétrolières pourraient être dépensées plus lentement que précédemment...*

Cependant, l'utilisation des recettes pétrolières au cours du présent cycle semble suivre un schéma différent de celui des cycles précédents. Auparavant, les recettes étaient dépensées assez rapidement après que les prix du pétrole aient atteint leur maximum alors qu'aujourd'hui, le processus semble plus lent. Une comparaison des recettes pétrolières et des dépenses d'importation des pays producteurs de pétrole au cours de ce cycle semble indiquer que les dépenses de recettes pétrolières s'ajustent lentement, mais un scénario d'ajustement plus rapide peut être envisagé si le prix du pétrole se stabilise à son niveau actuel (graphique I.3). En outre, il semblerait que le processus de dépenses liées aux recettes pétrolières soit peut-être devenu par nature plus progressif que durant les chocs des années 70 et 80, plusieurs pays producteurs de pétrole préférant placer leurs recettes supplémentaires dans des fonds de stabilisation de manière à en amortir les effets sur l'activité économique<sup>10</sup>.

*... et les marchés d'actifs plus exposés au recyclage des pétrodollars*

Les recettes supplémentaires provenant de la production d'énergie qui n'ont pas été dépensées ont été recyclées, ce qui a, comme mentionné plus haut, probablement exercé une pression à la baisse sur les rendements obligataires et un effet positif sur la valorisation des bourses dans les économies de l'OCDE. La situation est très différente de celle des années 70, où les chocs pétroliers avaient provoqué une augmentation

Graphique I.3. Les importations des producteurs de pétrole sont en retard sur leurs exportations



Note. Les données de la Russie sont trimestrielles tandis que celles d'Afrique et du Moyen-Orient sont annuelles.  
Sources : Banque centrale de Russie et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/346721308286>

9. Si l'accumulation d'actifs extérieurs n'est pas stérilisée (en d'autres termes, si elle accroît la liquidité) dans les pays producteurs de pétrole, elle peut aussi stimuler les marchés boursiers et immobiliers locaux, lesquels peuvent à leur tour contribuer à accélérer les dépenses à l'étranger.
10. Une façon d'analyser la rapidité avec laquelle les recettes pétrolières sont dépensées, est d'examiner l'évolution de l'écart entre les exportations et les importations dans un modèle à correction d'erreurs. Pour la région de l'Afrique et du Moyen-Orient, cette approche suggère que, sur la période 1977-95, 70 % des recettes supplémentaires d'exportation ont été dépensées après deux ans, comparés aux 62 % sur la période 1996-2005. Bine que significative économiquement, cette différence n'est toutefois pas significative statistiquement.

des anticipations inflationnistes et des rendements obligataires qui avait eu tendance à compenser largement les effets du recyclage. Par ailleurs, le recyclage des pétrodollars n'est pas de la même nature que celui qui avait eu lieu au cours des précédentes périodes de renchérissement du pétrole, car les dépôts bancaires sont délaissés au profit des placements en actifs négociables<sup>11</sup>. En outre, les dépôts en euros ont augmenté aux dépens des dépôts en dollars, encore que cette évolution se soit partiellement inversée dans le courant de 2005, lorsque l'écart de taux d'intérêt en faveur du dollar s'est accru. Il en résulte que les marchés financiers sont relativement exposés à d'éventuels changements de comportement des pays producteurs de pétrole en matière de placements.

## Les déséquilibres mondiaux continuent de s'accroître

La situation macroéconomique actuelle se caractérise aussi par le creusement persistant du déficit des opérations courantes des États-Unis, qui a atteint près de 6½ points de PIB en 2005 (graphique I.4, partie supérieure). Le creusement du déficit courant des États-Unis depuis 2001, où il s'établissait à 3.8 % du PIB, a pour contrepartie une augmentation des excédents courants des pays producteurs de pétrole – venant s'ajouter à des excédents de balance courante déjà importants dans les économies émergentes d'Asie (Chine comprise) et au Japon. Du fait de ces excédents et des interventions qu'ils suscitent sur les marchés des changes pour préserver la stabilité des taux de change vis-à-vis du dollar, les réserves de change mondiales ont augmenté, passant d'environ 500 milliards de dollars en 1995 à 4 000 milliards en 2005. Sur ce montant, 40 % sont détenus par deux pays, le Japon et la Chine<sup>12</sup>.

Ces évolutions peuvent s'expliquer par la conjonction de facteurs qui finiront probablement par disparaître. En plus du rôle de plus en plus important joué par les pays exportateurs de pétrole en tant que source majeure de divergence des balances courantes à l'échelle mondiale, ces facteurs sont les suivants :

- Les économies émergentes d'Asie, qui disposent d'un potentiel de croissance considérable, n'ont pas pu engendrer une consommation intérieure suffisante ou affecter leur épargne nationale à l'investissement intérieur. De ce fait, elles dégagent d'énormes excédents commerciaux, et comme elles ont pour politique officielle de maintenir des taux de change pratiquement fixes, elles ont aussi enregistré des entrées massives de devises.
- Aux États-Unis, la demande de capitaux étrangers est la contrepartie d'un déficit d'épargne par rapport à l'investissement, déficit qui dépasse largement, dans le secteur des ménages et le secteur public, l'excédent enregistré dans le secteur des entreprises. Cela s'explique dans une large mesure par la

*Les déséquilibres extérieurs se sont creusés*

*Ils reflètent certains facteurs sous-jacents, notamment...*

*... l'émergence de l'Asie en tant qu'exportateur de capitaux...*

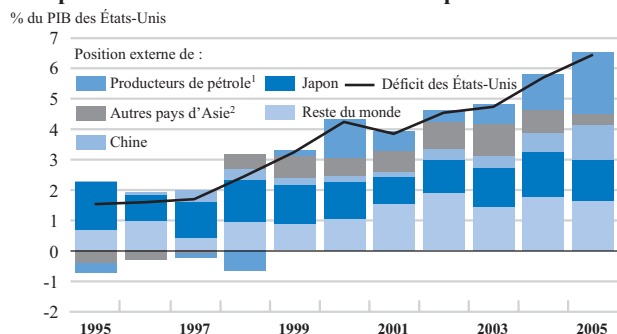
*... la faiblesse de l'épargne aux États-Unis...*

11. Pour de plus amples détails, voir Banque et règlements internationaux, *Rapport trimestriel*, mars 2006.

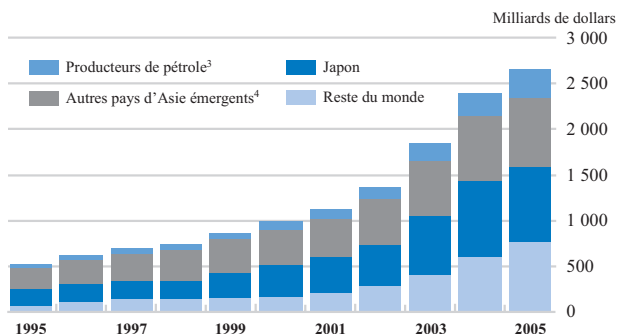
12. Banque centrale européenne, « The Accumulation of Foreign Reserves », *Occasional Paper Series*, n° 43, février 2006.

## Graphique I.4. Les déséquilibres des comptes courants s'aggravent et les réserves officielles explosent

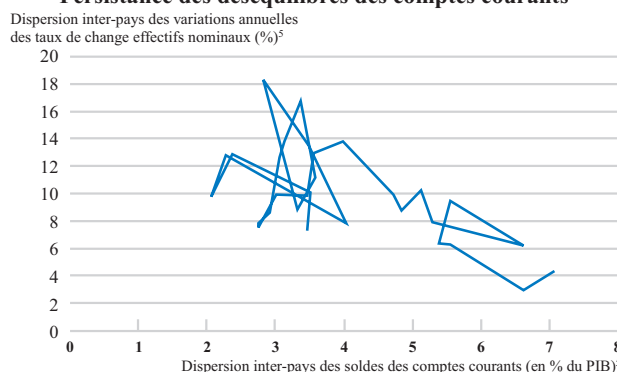
## Compte courant des États-Unis et ses contreparties mondiales



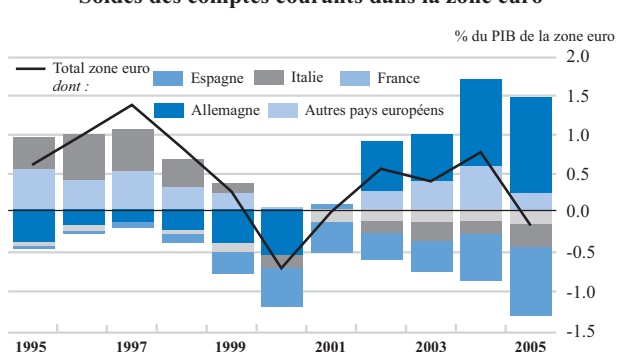
## Réserves officielles



## Persistance des déséquilibres des comptes courants



## Soldes des comptes courants dans la zone euro



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. Russie, Mexique, Algérie, Norvège et Australie.

4. Taipei chinois ; Inde (depuis 1997) ; Hong-Kong, Chine ; Indonésie ; Malaisie ; Singapour et la Thaïlande (depuis 1988).

5. Écart-type par rapport à la moyenne arithmétique de tous les pays de l'OCDE. L'échantillon inclut tous les pays de l'OCDE y compris ceux qui ont intégré la zone euro.

L'exclusion des pays individuels de la zone euro ne modifierait pas fondamentalement la relation représentée.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79, Fonds monétaire international et Banque centrale européenne.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/420154407112>

conjonction de faibles taux d'intérêt, de baisses de taxes et d'un marché du logement très dynamique depuis le début de la phase de ralentissement de 2000-2001<sup>13</sup>.

*... et la lenteur de la croissance potentielle dans la zone euro et au Japon*

*Une correction des déséquilibres va probablement se produire à un certain stade*

– Simultanément, le potentiel de croissance des autres économies matures où la population vieillit rapidement, comme la zone euro et le Japon, a diminué. De ce fait, les flux de capitaux en provenance des économies émergentes d'Asie ont eu tendance à s'orienter vers les États-Unis, ce qui a permis de financer le déficit de balance courante de ce pays à des conditions relativement favorables.

Il est probable que ces tendances vont finalement s'inverser, même s'il est difficile de dire pour l'instant ce qui provoquera cette correction et à quel moment elle se produira<sup>14</sup>. Le creusement des déséquilibres de balance courante se poursuit depuis

13. La situation est très différente de celle qui prévalait avant le ralentissement de l'activité, lorsque les entrées de capitaux étaient attirées par un marché boursier en forte expansion et, de fait, surévalué.

14. Voir Caballero, R.J., E. Farhri et P.O. Gourinchas, « An equilibrium of "global imbalances" and low interest rates », *NBER Working Paper Series*, n° 11996.

beaucoup plus longtemps et avec des réactions beaucoup plus limitées des taux de change qu'on aurait pu le penser il y a seulement une décennie, peut-être parce que les taux de change sont généralement devenus moins réactifs (graphique I.4, partie inférieure gauche)<sup>15</sup>. Ainsi qu'on l'a déjà noté, les États-Unis sont parvenus à attirer assez facilement, jusqu'ici, les capitaux dont ils avaient besoin pour financer leur déficit de balance courante. Cependant, ce pays, qui était auparavant l'un des premiers créanciers internationaux, a aujourd'hui une dette extérieure nette qui dépasse 20 % de son PIB, tandis que son déficit extérieur courant est à peu près deux fois plus élevé que celui qui serait compatible avec une stabilisation de sa dette extérieure nette. L'accumulation de réserves en dollars dans les pays excédentaires engendre donc des risques et des coûts croissants pour ces pays, qui pourraient davantage hésiter à détenir des actifs en dollars. Par ailleurs, le déficit des États-Unis devient prétexte à des mesures protectionnistes. Si cela incitait les pays excédentaires à réduire leurs réserves officielles en dollars ou à envisager de le faire, le dollar pourrait être de moins en moins soutenu.

On peut penser que la correction du déficit de balance courante des États-Unis, lorsqu'elle se produira, sera ordonnée et progressive :

- *Premièrement*, les engagements financiers internationaux des États-Unis sont libellés pour l'essentiel en dollars, ce qui signifie que la charge qu'ils représentent pour l'économie américaine ne s'alourdit pas en cas de dépréciation de la monnaie. En revanche, les actifs extérieurs des États-Unis sont libellés dans une large mesure en monnaies étrangères, ce qui signifie qu'ils bénéficient d'effets de réévaluation si le dollar se déprécie. De ce fait, la viabilité de la balance courante pourrait être assurée par une dépréciation du dollar plus limitée que ce ne serait le cas si l'ajustement s'opérait exclusivement au niveau de la balance commerciale.
- *Deuxièmement*, les achats de dollars effectués par les banques centrales des économies émergentes d'Asie, qui ont joué un rôle important ces dernières années même s'ils se sont ralentis plus récemment, risquent moins que les flux privés de s'inverser rapidement, si bien qu'une correction éventuelle serait sans doute relativement progressive.
- *Troisièmement*, le risque de change sur le dollar est probablement jugé peu important étant donné que la monnaie américaine ne semble pas surévaluée en termes de parité de pouvoir d'achat. En outre, la position du dollar en tant que monnaie de réserve internationale ainsi que l'attrait des marchés d'actifs américains, relativement liquides, le rendent moins vulnérable à une perte de confiance.

Malgré tout, la plupart des observateurs s'accordent à considérer qu'un rééquilibrage des balances courantes semble de plus en plus inévitable, que la correction nécessitera un ajustement de la balance commerciale et que la dépréciation du dollar nécessaire pour y parvenir pourrait être importante (de l'ordre du tiers à la moitié).

*Le rééquilibrage pourrait être relativement ordonné...*

*... étant donné que les effets de bilan pourraient servir d'amortisseur...*

*... que de brusques changements des politiques en matière de réserves officielles sont peu probables...*

*... et que les marchés de capitaux des États-Unis vont probablement rester attractifs*

*Cependant, on ne peut écarter le risque d'une correction brutale et coûteuse...*

15. Cela s'explique en partie par l'adoption de régimes de change axés sur la stabilité dans les économies émergentes d'Asie, à la suite de la crise de 1998. Plus fondamentalement, on peut aussi y voir la preuve que l'intégration et la libéralisation des marchés financiers a facilité le financement des déficits de balance courante et a atténué l'effet connu sous le nom de « Paradoxe de Feldstein-Horioka », ce qui signifie que la corrélation entre l'épargne nationale et l'investissement a diminué.

Lorsqu'il se produira, le redressement des soldes extérieurs pourrait s'accompagner d'une augmentation des primes de risque et d'une inversion des flux de capitaux privés – en particulier dans la mesure où le resserrement des politiques monétaires à l'échelle mondiale (voir plus loin) rend les opérations de portage moins profitables<sup>16</sup>. On s'accorde également à reconnaître que l'ajustement engendrerait nécessairement un ralentissement prononcé de la demande intérieure aux États-Unis et que cela aurait des répercussions négatives dans les autres économies, à la fois par le biais des échanges et par celui de la réévaluation des actifs<sup>17</sup>.

*... ce qui aurait des effets défavorables, en particulier dans la zone euro*

La zone euro pourrait être particulièrement touchée, notamment parce que les rigidités des marchés du travail et des marchés des services font obstacle à une bonne réaffectation des ressources entre les secteurs d'activité ouverts aux échanges et les autres. En outre, à l'intérieur de la zone euro, certains pays seront plus affectés que d'autres et les mécanismes d'ajustement intrazone pourraient se révéler inopérants dans la mesure où les pays ne peuvent plus agir sur les taux de change et les taux d'intérêt. Ce phénomène est illustré par la persistance déjà manifeste de déséquilibres de balance courante à l'intérieur de la zone euro. Un petit nombre de pays, comme l'Italie, l'Espagne et le Portugal, s'orientent vers des déficits extérieurs du fait d'une dégradation persistante de leur compétitivité, tandis que d'autres ne cessent d'enregistrer des excédents (graphique I.4, partie inférieure droite). Ces divergences semblent persister plus longtemps que ce qui était envisagé lors de la création de la monnaie unique.

## Les conditions financières pourraient prendre un tour plus restrictif

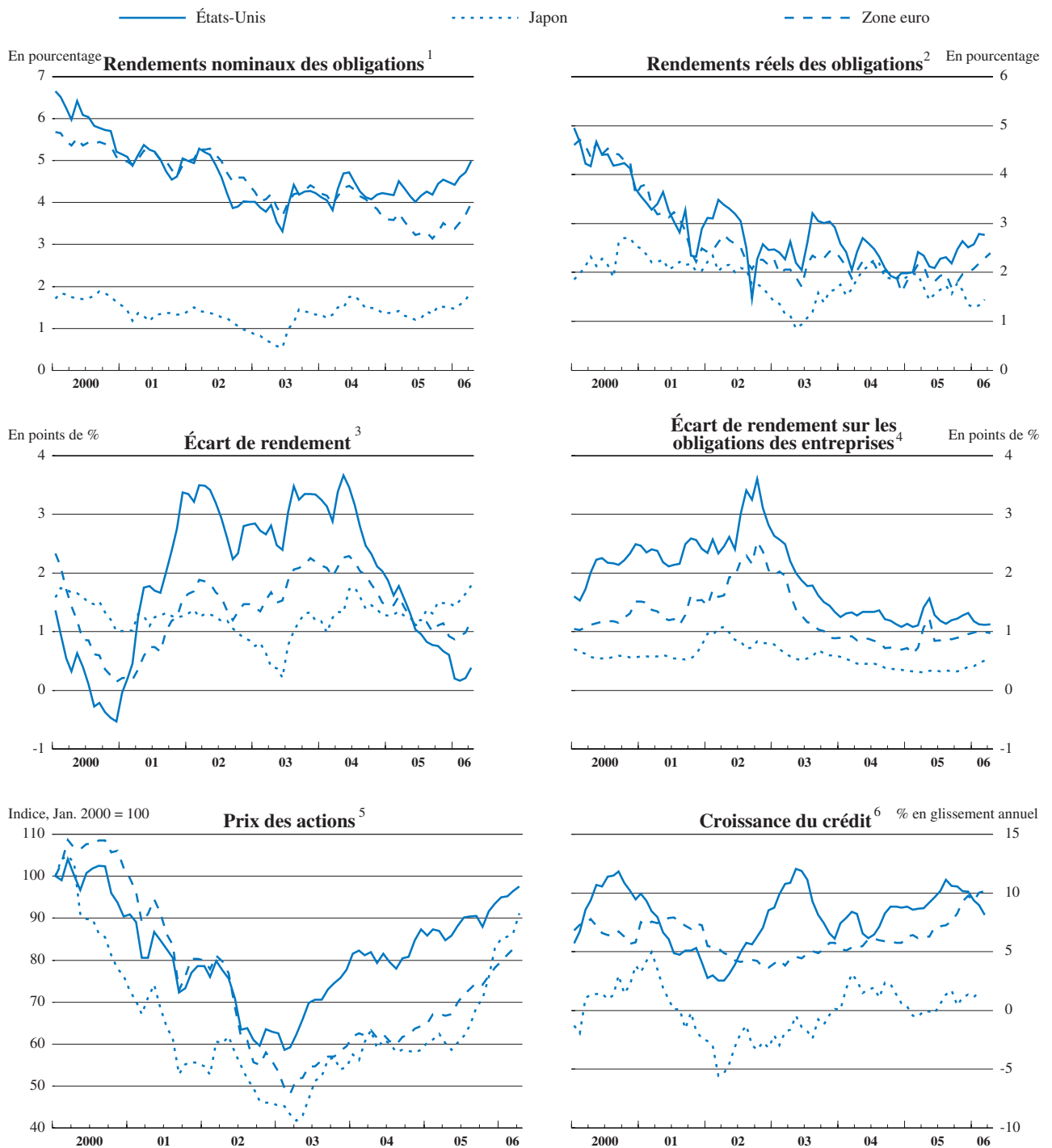
*Les conditions financières sont encore favorables...*

À l'heure actuelle, les conditions financières sont encore favorables dans le monde entier et elles stimulent donc la croissance. Les taux d'intérêt réels à long terme sont historiquement faibles même si les taux obligataires nominaux ont assez fortement réagi à la montée des taux d'intérêt à court terme sous l'effet du resserrement de la politique monétaire ou de la perspective d'un tel resserrement dans les grandes économies (graphique I.5). Cela a contribué à entretenir le dynamisme des marchés du logement, où l'on observe la plus longue période d'augmentation des prix réels depuis les années 70. Malgré un certain redressement, les marges entre les obligations de sociétés et les obligations de référence demeurent faibles. Les marchés d'actions, qui progressent de façon assez régulière depuis le début de 2003, ont encore enregistré des gains en 2006 tandis que les valorisations boursières, mesurées par le coefficient de capitalisation des résultats, ne s'écartent pas des normes historiques. Cela étant, l'expansion du crédit s'est ralentie aux États-Unis sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt. En revanche, elle s'est fortement accélérée dans la zone euro – à la faveur de la progression soutenue des marchés immobiliers et hypothé-

16. D'après des recherches portant sur plusieurs pays, l'ajustement du taux de change ne semble guère devoir engendrer une forte hausse des rendements obligataires ; voir, par exemple, Gagnon, J.E., « Currency Crashes and Bond Yields in Industrial Countries », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 837, 2005. Cependant, les échantillons sont généralement dominés par des petits pays qui empruntent en devises et assument donc eux-mêmes le risque de change. Comme le déficit de balance courante des États-Unis atteint aujourd'hui un niveau sans précédent, on ne peut sans doute pas trop se fier aux évolutions observées dans le passé dans les différents pays – en particulier dans la mesure où ce sont les investisseurs étrangers achetant des actifs américains qui assument l'essentiel du risque de change.

17. Voir « Scénarios d'atterrissage brutal du dollar : calibrage et simulations », appendice I.2, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 77, juin 2005.

Graphique I.5. Les conditions financières restent souples



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 et 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 aux secteurs public et privé.

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

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/723547857355>

## Encadré I.2. Pourquoi les taux obligataires sont-ils si faibles ?

Le niveau uniformément bas des taux d'intérêt nominaux (et réels) à long terme depuis 2002 dans les grandes économies, en dépit de l'augmentation rapide des prix de l'énergie et de la persistance de déficits budgétaires importants, est d'autant plus remarquable que la politique monétaire a pris ou va sans doute prendre un tour plus restrictif. En conséquence, les courbes des taux se sont aplaties et se sont même légèrement inversées dans certains cas – temporairement du moins. Cette situation, au lieu d'être le présage d'une récession<sup>1</sup> ou d'une modification sensible des taux directeurs par rapport à leur niveau actuel<sup>2</sup>, semble être due à une baisse prononcée de la « prime d'échéance » – c'est-à-dire le rendement supplémentaire obtenu par les investisseurs en compensation du risque de moins-value sur les obligations à long terme<sup>3</sup>.

Si l'on analyse l'évolution de la prime d'échéance à long terme, il apparaît que celle-ci a accusé un recul prononcé aux États-Unis, où le processus de normalisation de la politique monétaire est déjà très avancé (voir graphique), mais qu'elle a aussi baissé dans la zone euro et au Japon. Plusieurs raisons ont été avancées à cet égard :

- Les anticipations d'inflation, calculées au moyen de divers indices supplétifs (dans une perspective à court et à long terme), semblent avoir de meilleurs points d'ancrage. Cela tient probablement à une plus grande crédibilité de la politique monétaire, qui a réduit les incertitudes quant à l'évolution future des taux directeurs, d'où une réduction des primes d'échéance.
- Renforçant l'effet de cette plus grande crédibilité, l'inflation effective est non seulement restée faible depuis quelques années, mais elle a également fait preuve de résistance face à des chocs externes, le plus récent étant la flambée des prix du pétrole. Cet environnement de faible inflation tient en partie au processus de mondialisation (voir encadré I.5 ci-après).

Un certain nombre d'autres facteurs semblent maintenir les taux d'intérêt à long terme à un faible niveau, en ayant pour effet de réduire les primes de risque observées.

- On peut penser que le taux directeur « neutre » a diminué en termes réels<sup>4</sup>. Si tel est le cas, les taux d'intérêt à long terme seraient eux aussi plus bas qu'ils ne l'ont été dans le passé.
- Sur des marchés financiers mondialisés, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement *ex ante* (épargne nette) au niveau mondial joue un certain rôle. Pour les économies industrialisées, les États-Unis en particulier, la désépargne nette au niveau national semble avoir été largement compensée par la forte épargne nette *ex ante* provenant des économies de marché émergentes (notamment celles d'Asie et, plus récemment, certains pays en développement exportateurs de pétrole). L'augmentation de l'épargne nette des économies de marché émergentes semble avoir été due dans certains cas aux craintes entourant la viabilité des systèmes de sécurité sociale face au vieillissement, ainsi qu'à la correction d'un surinvestissement antérieur au niveau national.
- En même temps, les économies de marché émergentes, d'Asie en particulier, ont également accumulé des réserves de change, notamment sous la forme de bons du Trésor des États-Unis. Une partie de cette accumulation est directement imputable à des régimes de change relativement fixe, mais la plupart des achats d'actifs extérieurs de la Chine sont en fait imputables au secteur privé et s'expliquent par l'insuffisance des possibilités de placements financiers au niveau local, en l'absence d'un système financier développé. Depuis quelque temps, le recyclage des recettes pétrolières des pays de l'OPEP et d'autres pays producteurs de pétrole a également joué un certain rôle.

1. Alors que, dans le passé, l'aplatissement de la courbe des taux a parfois été un indicateur avancé relativement fiable d'une récession, ce ne semble pas être le cas aujourd'hui, du moins aux États-Unis, où la courbe s'est le plus aplatie, en partie parce que le taux des fonds fédéraux n'est pas particulièrement élevé (voir Wright, J.H., « The Yield Curve and Predicting Recessions », *Federal Reserve Board of Governors Working Paper*, 2006-7).

2. Bien qu'on ne puisse totalement l'écarter, cette éventualité n'est pas envisagée par la plupart des prévisionnistes et elle n'est pas apparente dans la structure par échéance des taux d'intérêt à court terme.

3. Voir Ahrend, R., P. Catte et R. Price, « Factors Behind Low Long-term Interest Rates », *OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques*, à paraître, 2006 et les ouvrages cités en référence dans ce document.

4. Voir « Où se situe le taux d'intérêt "neutre" ? », encadré I.4, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 76, décembre 2004.

caires et de la demande de crédit émanant des entreprises – et elle est redevenue positive au Japon.

... mais les taux obligataires à long terme pourraient augmenter plus que prévu...

Cependant, la disparition éventuelle de ces conditions financières favorables dans le contexte d'un ajustement des balances courantes aurait des conséquences notables pour les perspectives et les risques à court terme. S'agissant du faible niveau des taux réels des obligations, certains paramètres fondamentaux de long terme influent sur les primes d'échéance (encadré I.2). Ces paramètres pourraient encore



## Encadré I.2. Pourquoi les taux obligataires sont-ils si faibles ? (suite)

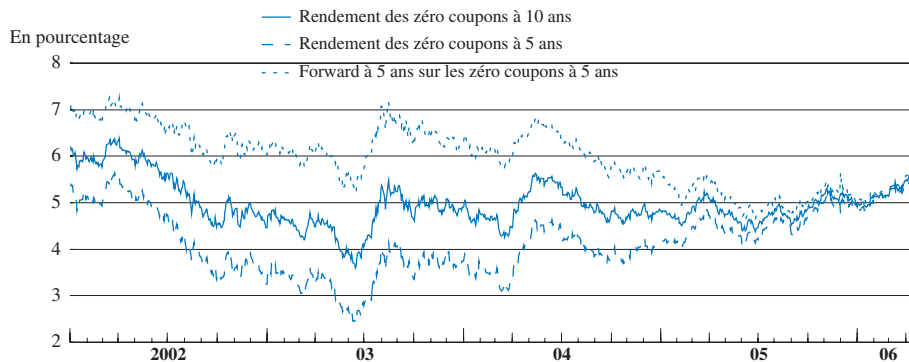
- Enfin, des restructurations de portefeuille ont peut-être aussi été à l'œuvre. Certains fonds de pension et certaines entreprises ayant des régimes de retraite à prestations définies accordent peut-être une plus large place aux placements obligataires pour faire face à leurs obligations effectives et futures en matière de pensions, mais pour l'instant, ce ne semble être le cas qu'au Royaume-Uni.

Si chacun de ces facteurs a incontestablement influé sur la prime d'échéance et le niveau des taux obligataires, il est difficile d'en déterminer le poids relatif. On peut néanmoins essayer de voir quels sont ceux qui ont le caractère le plus durable, aspect important pour les perspectives, notamment dans la mesure où les taux d'intérêt à long terme semblent amorcer une hausse. À cet égard, il semblerait que la crédibilité de la politique monétaire, qui a été difficile à obtenir, doive persister. S'il est probable que les effets de la mondialisation sur le niveau des prix et

l'inflation finiront par s'estomper, cette perspective est encore très lointaine.

En revanche, la durabilité de certains autres facteurs qui semblent avoir une influence paraît plus incertaine. Les flux considérables d'épargne nette *ex ante* provenant des pays en développement et producteurs de pétrole se tariront une fois que les objectifs poursuivis par ces pays auront été atteints, mais probablement pas dans un avenir très proche. Bien qu'on ne s'attende pas à ce que les économies d'Asie, et notamment la Chine, modifient sensiblement leur politique de taux de change dans le court terme, le rythme d'accumulation de réserves de change pourrait se ralentir à moyen terme pour des raisons d'inflation intérieure ou sous l'effet de pressions internationales en faveur d'une réduction des excédents de balance courante. Enfin, les détenteurs non résidents de bons du Trésor des États-Unis pourraient restructurer leurs portefeuilles au profit de placements en actions, et contribuer ainsi à une hausse des taux d'intérêt.

## Des indications d'une baisse de la prime à terme aux États-Unis



Note : Les différents rendements sont dérivés de taux au comptant, de swaps et de futures et leur niveau peut différer de ceux dérivés des rendements des obligations d'État.

Source : Datastream.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/727224331402>

exercer leur influence pendant un certain temps, mais un retour brutal des taux d'intérêt ne peut être exclu, notamment au cas où des craintes concernant les déséquilibres de balance courante mondiaux et la viabilité des finances publiques viendraient à peser sur les marchés obligataires. Les prévisions actuelles (voir plus loin) supposent que les taux obligataires n'augmentent que progressivement cette année et l'an prochain dans l'ensemble des grandes régions de l'OCDE, mais il n'est pas exclu qu'ils enregistrent une plus forte hausse.

**... ce qui pèserait sur le marché du logement...**

Une augmentation des taux obligataires pourrait avoir des conséquences particulièrement sévères pour les marchés du logement, qui ont soutenu la demande des ménages dans de nombreux pays. D'après certains indicateurs, les prix des logements ne s'écartent pas trop sensiblement du niveau justifié par leurs déterminants fondamentaux sur la plupart des marchés. Cependant, comme on l'a indiqué dans le précédent numéro des *Perspectives économiques*, les prix réels des logements ne pourront rester justifiés que si les taux d'intérêt à long terme se maintiennent à leur faible niveau actuel ou ne s'en éloignent pas trop<sup>18</sup>. Les pays dans lesquels l'expansion du marché du logement risque de s'interrompre, même avec les taux d'intérêt actuels ou des taux légèrement plus élevés, sont les États-Unis, la France, l'Espagne, la Nouvelle-Zélande, l'Irlande, le Danemark et la Suède (encadré I.3)<sup>19</sup>.

**... et peut-être aussi sur le secteur des entreprises**

Le secteur des entreprises en subirait aussi les conséquences. Les taux des obligations de sociétés ont légèrement augmenté, mais ils restent faibles pour presque toutes les catégories de titres à long terme et les marges par rapport aux instruments de la dette publique sont encore largement inférieures aux moyennes observées durant la période 1998-2003 aux États-Unis et dans la zone euro. Les primes de risque sur les obligations émises par les économies de marché émergentes restent aussi relativement faibles. Leur augmentation récente n'est pas surprenante, car elles ont tendance à s'accroître lorsque les liquidités deviennent moins abondantes ou lorsque les taux d'intérêt à court terme montent<sup>20</sup>. Cependant, si les primes de risque actuelles semblent relativement bien concorder avec les paramètres fondamentaux, à savoir des perspectives économiques et des taux de défaillance (effectifs et prévus) favorables, il est indispensable que les prévisions en matière de taux de défaillance ne se révèlent pas trop optimistes et que les perspectives restent globalement favorables, ce qui n'est pas certain.

## La situation pourrait également évoluer dans un sens plus favorable

**La plus forte profitabilité pourrait accroître l'investissement**

Dans l'ensemble de la zone OCDE, les bénéfices des entreprises atteignent des niveaux élevés et, si quelques indices donnent à penser que ces dernières ont utilisé une partie de leurs bénéfices supplémentaires pour assainir des bilans qui s'étaient précédemment dégradés avec le ralentissement de l'activité, ce processus touche sans doute à son terme. Par conséquent, l'investissement pourrait se révéler plus dynamique qu'on ne le prévoit dans les présentes *Perspectives économiques*.

**Les prix du pétrole pourraient chuter ou le recyclage des pétrodollars s'amplifier**

Enfin, les tensions sur les marchés de l'énergie pourraient s'atténuer, ou alternativement les pays producteurs de pétrole pourraient dépenser plus rapidement leurs recettes pétrolières, ce qui contribuerait à raffermir l'activité. Chacun de ces facteurs aurait des effets positifs sur l'emploi, mais dans les économies en situation de plein-emploi ou presque, l'inflation aurait tendance à monter, ce qui aurait des conséquences sur le plan de la politique monétaire.

18. Voir « Le rôle des fondamentaux dans l'évolution récente des prix des logements », chapitre III des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 78, décembre 2005.

19. Dans les cas où le dynamisme du marché du logement a contribué à des déséquilibres et à des tensions macroéconomiques, une stabilisation suivie d'un « atterrissage en douceur » peuvent en fait être salutaires. Cependant, un « atterrissage brutal » ne peut être exclu.

20. Voir Sløk, T. et M. Kennedy, « Comprendre les primes de risque sur les obligations et les actions », *Revue économique de l'OCDE*, n° 40, 2005/1.

## Encadré I.3. La hausse des prix des logements touche-t-elle à son terme ?

Les prix des logements ont fortement augmenté en termes réels 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 OCDE ait connue depuis les années 70 (tableau). Divers indicateurs donnent à penser qu'ils ne s'écartent pas sensiblement des niveaux qu'impliquent leurs déterminants fondamentaux sur la plupart des marchés<sup>1</sup>. Cela étant, les prix réels des logements ne continueront de paraître

justifiés que si les taux d'intérêt se maintiennent à leur niveau actuel, historiquement bas, ou à un niveau voisin. En revanche, si les taux d'intérêt venaient à augmenter sensiblement, la progression des prix réels des logements pourrait toucher à sa fin. Les évolutions passées donnent à penser que les baisses de prix qui s'ensuivraient pourraient être importantes en termes réels et que le processus d'ajustement pourrait durer un certain temps.

## Évolution des prix réels du logement

	Pourcentage de variation annuel moyen			
	1970-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2005
États-Unis	1.0	-1.1	2.3	6.4
Japon	3.0	-2.9	-2.6	-4.6
Allemagne	0.2	0.8	-1.6	-2.8
France	1.9	-2.7	2.1	9.4
Italie	3.5	-1.8	-0.9	6.6
Royaume-Uni	4.0	-4.4	8.1	9.9
Canada	2.6	-1.0	0.0	5.9
Australie	2.0	-0.2	3.5	7.7
Danemark	-0.3	1.8	6.7	5.5
Finlande	2.2	-10.2	7.8	3.8
Irlande	1.7	1.0	17.6	7.8
Pays-Bas	0.8	4.6	10.8	2.6
Nouvelle-Zélande	1.6	2.8	1.7	9.8
Norvège	0.3	-0.6	9.3	4.5
Espagne	3.9	-1.6	2.6	12.2
Suède	0.5	-5.8	6.3	6.0
Suisse	2.2	-6.0	-2.7	1.5
<b>Moyenne</b>	1.8	-1.6	4.2	5.4
Hors Allemagne et Japon	1.9	-1.7	5.0	6.6

Source : Mise à jour des séries provenant de Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord et 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/10.1787/737607685767>

Jusqu'ici, les prix réels des logements n'ont cessé d'augmenter que dans deux pays, la Finlande (au premier trimestre de 2000) et l'Australie (au premier trimestre de 2004), mais leur hausse s'est considérablement ralentie dans deux autres pays, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. En revanche, dans la plupart des pays, leur augmentation est restée soutenue en

termes réels ou s'est même accélérée. Pour mesurer la probabilité que les prix cessent d'augmenter dans la situation actuelle, un modèle probit a été estimé sur la période 1970-2005 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 sont des indicateurs

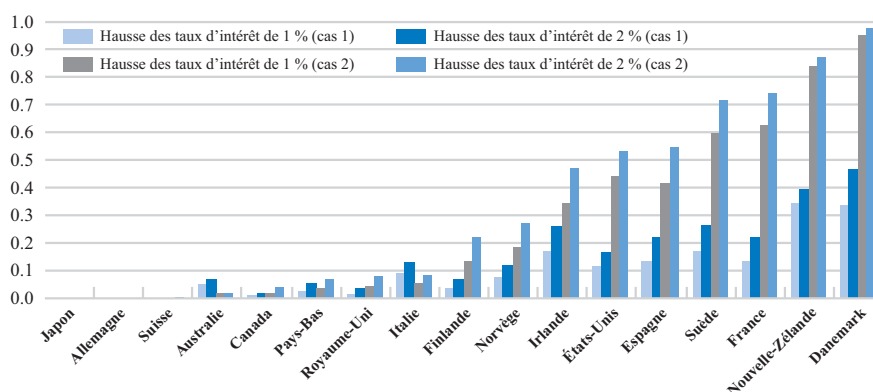
1. Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord et C. André, «Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals», OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques, n° 475, 2006.

## Encadré I.3. La hausse des prix des logements touche-t-elle à son terme ? (suite)

indicateurs de surchauffe, comme 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<sup>2</sup>. La variable dépendante prend une valeur de un pour les quatre trimestres qui précèdent et comprennent le point culminant des prix réels des logements, et la valeur zéro dans les autres cas. Ensuite, des simulations ont été effectuées avec des taux d'intérêt majorés de 100 ou 200 points de base. Les résultats sont indiqués pour deux cas : dans l'un, les prix réels des logements sont maintenus à leur niveau le plus récemment observé (cas 1) et, dans l'autre, les prix réels augmentent (ou baissent) encore pendant un an au même rythme qu'en 2005 (cas 2). Le second cas permet d'illustrer la vulnérabilité croissante des marchés du logement à de fortes variations des taux d'intérêt compte tenu des tendances actuelles des prix.

Les principales conclusions sont les suivantes (graphique)<sup>3</sup>. Dans la plupart des pays, les marchés du logement résisteraient à une hausse de 1 ou 2 points des taux d'intérêt à long terme si celle-ci intervenait au niveau actuel des prix réels des logements, sauf au Danemark et en Nouvelle-Zélande, où la probabilité d'un ralentissement des prix réels des logements serait de l'ordre de 40 %. Il va de soi que les prix réels des logements seraient aussi influencés par une telle hausse des taux d'intérêt dans les autres pays également, mais la probabilité d'un véritable ralentissement y serait limitée. En revanche, la situation devient très différente si l'on suppose que les prix réels continuent d'augmenter pendant un an au même rythme qu'en 2005 dans chaque pays. Dans ce cas, une hausse des taux d'intérêt ferait passer à 50 % ou plus la probabilité d'un retournement du marché aux États-Unis, en France, en Irlande, en Espagne et en Suède.

## Probabilité que les prix réels du logement s'approchent d'un pic



Note. Le cas 1 se réfère à la situation dans laquelle le choc de taux d'intérêt survient au niveau actuel des prix réels du logement. Le cas 2 suppose que les prix réels du logement augmentent (ou baissent) encore au rythme observé en 2005 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 six trimestres.

Source : OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/800234564105>

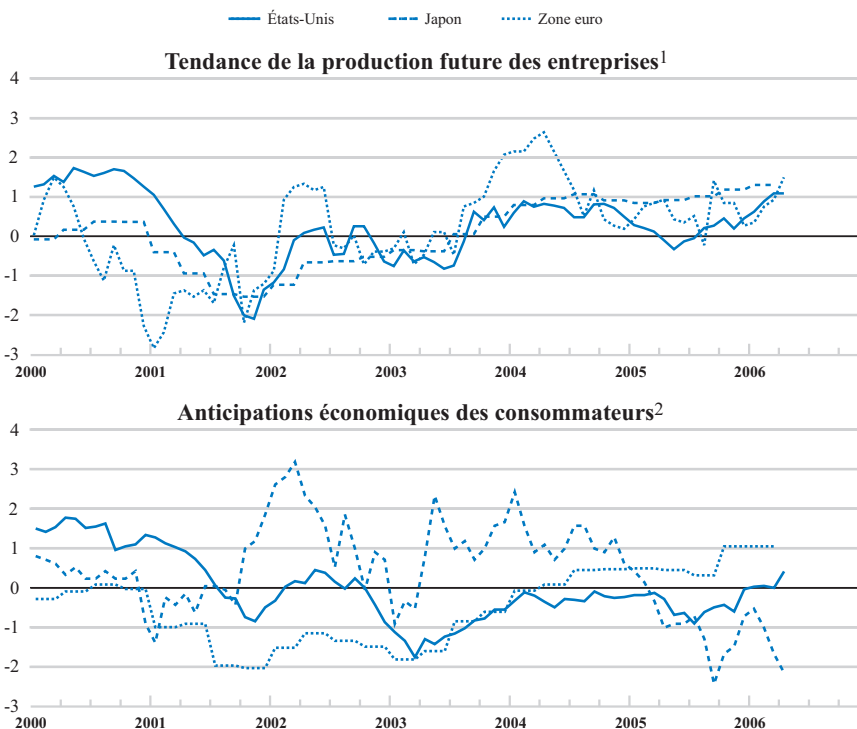
- Bien que conçus à l'origine pour des applications microéconomiques, les modèles probit peuvent aussi être utilisés pour mettre en évidence des effets de seuil dans des séries agrégées, la probabilité que les prix cessent d'augmenter devenant forte au-delà d'un certain seuil alors qu'elle est faible tant que celui-ci n'est pas atteint, phénomène que l'on observe parfois sur les marchés d'actifs. Pour de plus amples détails, voir van den Noord, P., « Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OECD Countries », *OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 488. Un modèle probit a été appliqué précédemment à des séries agrégées de prix des logements avec un succès relatif dans une étude réalisée par la Banque des règlements internationaux (BRI). Voir Borio, C. et P. McGuire, « Twin Peaks in Equity and House Prices? », *Rapport trimestriel, BRI*, mars 2004.
- Les simulations dont les résultats sont présentés ici utilisent une version du modèle estimée sur un panel regroupant les 17 pays. Des modèles ont également été estimés pour chaque pays avec des résultats à peu près similaires dans la plupart des cas. Les probabilités ont été calculées à partir d'informations allant jusqu'au quatrième trimestre de 2005 inclus.

## Des perspectives encore assez favorables

*La plupart des indicateurs à haute fréquence sont positifs*

Globalement, les perspectives concernant la zone OCDE sont relativement favorables. De fait, les indicateurs avancés à haute fréquence de l'activité économique laissent en général entrevoir une expansion assez rapide à court terme. En particulier, la confiance des entreprises dépasse largement sa moyenne de long terme, mais la confiance des consommateurs semble plus contrastée (graphique I.6). Même dans la zone euro, qui s'est caractérisée dans le passé par des « faux départs » et où les résultats des enquêtes prospectives se sont souvent révélés par trop optimistes ces dernières années, les indices d'une activité vigoureuse à court terme semblent aujourd'hui plus fiables et plus généralisés, avec des prévisions de production et des entrées en carnets de commande particulièrement soutenues dans les industries manufacturières de toutes les grandes économies de la zone. Parallèlement, les indicateurs de confiance des consommateurs dépassent légèrement leur moyenne de long terme dans la zone euro et sont largement supérieurs à celle-ci au Japon. Aux États-Unis, en revanche, la confiance des consommateurs ne s'est pas complètement redressée après la forte dégradation observée à la suite des cyclones et de l'envolée des prix de l'essence qui a suivi, et elle s'est encore détériorée récemment.

Graphique I.6. La confiance des entreprises s'améliore



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

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

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/604248226758>

Tableau I.4. Forte croissance pour le premier semestre de 2006

Taux de croissance trimestriel du PIB en volume, en pourcentage<sup>1</sup>

	Observé				Estimé <sup>2</sup>	
	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2006 T2
États-Unis	0.9	0.8	1.0	0.4	1.2	0.9 (+/- 0.5)
Japon	1.4	1.3	0.2	1.1	0.5	0.6 (+/- 0.5)
Zone euro	0.3	0.4	0.7	0.3	0.6	0.7 (+/- 0.3)
Allemagne	0.6	0.4	0.6	0.0	0.4	0.5 (+/- 0.5)
France	0.1	0.0	0.6	0.3	0.5	0.7 (+/- 0.4)
Italie	-0.4	0.6	0.3	0.0	0.6	0.6 (+/- 0.4)
Royaume-Uni	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6 (+/- 0.3)
Canada	0.5	0.9	0.9	0.6	0.8 (+/- 0.1)	0.9 (+/- 0.4)
Total	0.7	0.8	0.7	0.5	0.8 (+/- 0.01)	0.7 (+/- 0.3)

1. Sur la base des données du PIB et d'indicateurs à haute fréquence publiés au 19 mai 2006. Corrigé des variations saisonnières et dans certains cas des jours ouvrés.

2. Ces estimations donnent une idée de la croissance du PIB à court terme, mais ne coïncident pas forcément avec les prévisions de l'OCDE. Entre parenthèses figure l'intervalle correspondant à  $\pm$  un écart-type. Habituellement, la prévision OCDE s'inscrit dans cet intervalle.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/728510205647>

### La croissance a été soutenue au premier semestre de 2006

D'après les publications récentes de données et les modèles d'indicateurs de l'OCDE, qui traduisent des données de haute fréquence en estimations ponctuelles de la croissance à échéance d'un ou deux trimestres<sup>21</sup>, le rythme d'expansion dans les sept grandes économies atteindrait globalement 3 % environ, à taux annuel, pour les deux premiers trimestres de 2006 (tableau I.4). Cela implique un redressement prononcé de l'activité par rapport au dernier trimestre de 2005 – notamment aux États-Unis et dans la zone euro<sup>22</sup>. L'accélération est particulièrement soutenue aux États-Unis, avec une croissance de l'ordre de 4 à 5 % pour les deux premiers trimestres. Parmi les grands pays de la zone euro, l'expansion s'est également accélérée de façon notable en France et en Italie, l'Allemagne étant à la traîne<sup>23</sup>. Au Japon, l'activité s'est légèrement ralentie par rapport à la progression exceptionnellement forte enregistrée au quatrième trimestre de 2005 et la croissance est estimée à plus de 2 % pour les deux premiers trimestres de cette année.

### L'expansion semble globalement devoir se poursuivre

La croissance devrait se ralentir quelque peu dans les sept grands pays, pour revenir à un peu plus de 2½ pour cent au second semestre de 2006 et en 2007, mais rester voisine de 3 % pour l'ensemble de la zone OCDE, étant donné que la plupart des petites économies devraient connaître une expansion vigoureuse. Le commerce mondial demeure l'un des principaux facteurs de croissance, tandis que les politiques macroéconomiques prennent un tour légèrement restrictif (tableau I.5, encadré I.4).

21. Voir Sédillot, F. et N. Pain, « Les 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.

22. La vigueur de l'activité au premier trimestre 2006 s'explique par la disparition de plusieurs facteurs particuliers qui avaient exercé une influence au dernier trimestre de 2005. C'est ainsi qu'aux États-Unis, les ventes d'automobiles ont été très instables avec la fin des rabais, les dépenses militaires ont elles aussi été instables et les conditions météorologiques ont pesé sur la consommation et le logement.

23. Les estimations ponctuelles sont corrigées des biais de prévision mesurés par l'erreur de prévision sur les quatre trimestres précédents.

Tableau I.5. La croissance du commerce mondial reste soutenue  
et les déséquilibres extérieurs se creusent

	2004	2005	2006	2007
<b>Échanges de biens et services en volume</b>				
Pourcentage de variation				
Commerce international <sup>1</sup>	10.4	7.5	9.3	9.1
dont: OCDE	8.5	5.8	7.4	7.2
ALENA	9.4	6.4	7.1	6.9
OCDE Asie-Pacifique	12.8	6.8	8.3	8.3
OCDE Europe	6.9	5.1	7.3	7.0
Non-OCDE Asie	16.8	12.4	14.2	13.7
Autre non-OCDE	12.2	9.8	11.9	12.0
Exportations de la zone OCDE	8.1	5.5	7.6	7.6
Importations de la zone OCDE	8.8	6.0	7.2	6.8
<b>Prix du commerce extérieur<sup>2</sup></b>				
Exportations de la zone OCDE	9.0	3.5	3.1	2.1
Importations de la zone OCDE	9.0	4.8	3.8	2.5
Exportations de la zone non OCDE	10.9	9.5	7.2	3.9
Importations de la zone non OCDE	8.6	6.1	4.5	3.2
<b>Balances des opérations courantes</b>				
Pourcentage du PIB				
États-Unis	-5.7	-6.4	-7.2	-7.6
Japon	3.7	3.6	4.3	5.5
Zone euro	0.8	-0.2	-0.4	-0.3
OCDE	-1.2	-1.8	-2.1	-2.1
Milliards de dollars				
États-Unis	-668	-805	-965	-1069
Japon	172	166	195	256
Zone euro	74	-15	-42	-37
OCDE	-398	-646	-769	-814
Non-OCDE	320	468	565	570
Monde	-78	-178	-204	-244

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° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/347310652360>

La demande intérieure se ralentit quelque peu au cours de la période considérée, mais elle reste relativement robuste aux États-Unis et au Japon, tandis qu'elle devient progressivement un facteur d'expansion plus puissant dans la zone euro (tableau I.6) :

- Aux États-Unis, le PIB devrait progresser à un rythme légèrement inférieur à son taux potentiel de 3¼ pour cent par an à partir du milieu de 2006. Cela implique un léger ralentissement par rapport aux deux premiers trimestres de l'année, particulièrement soutenus, en raison de l'augmentation des prix de l'énergie et des taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt se traduit par un redressement de l'épargne des ménages avec la disparition progressive des effets de patrimoine et des effets de l'extraction de liquidités sur les hypothèques, à mesure que la hausse des prix réels des logements se ralentit. Bien que le solde des échanges de biens et services semble devoir devenir un peu moins négatif, les sorties nettes au titre des revenus de facteurs augmentent

*L'activité semble devoir se ralentir de façon progressive aux États-Unis*

## Encadré I.4. Hypothèses de politique économique et autres sous-tendant les prévisions

Les hypothèses de politique budgétaire se fondent autant que possible sur les mesures concernant les impôts et les dépenses adoptées par voie législative (politiques en vigueur). Lorsque des modifications des politiques ont été annoncées mais n'ont pas encore été adoptées, on en tient compte si l'on estime qu'elles seront mises en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Pour les présentes prévisions, cela signifie que :

- En ce qui concerne les États-Unis, le gonflement imprévu des recettes fiscales semble s'être poursuivi au début de l'exercice 2006, compensant l'accroissement des dépenses au titre du remboursement des médicaments délivrés sur ordonnance, de la défense et des opérations de secours à la suite des cyclones. Le budget récemment proposé tend à proroger les réductions d'impôts qui devaient prendre fin au cours des années à venir, à maintenir l'exemption de l'impôt minimum alternatif pendant une année supplémentaire et à accroître sensiblement les dépenses militaires. Dans ces conditions, le déficit des administrations publiques devrait se stabiliser autour de 3¾ pour cent du PIB au cours de la période examinée.
- Au Japon, le déficit budgétaire corrigé des variations conjoncturelles devrait revenir d'environ 6 % du PIB en 2005 (compte non tenu d'un facteur non récurrent) à 5 % en 2007. L'assainissement des finances publiques se traduira par des restrictions de dépenses prenant la forme de nouvelles diminutions des investissements publics et d'une réduction des effectifs de l'administration centrale. Par ailleurs, la suppression de la réduction temporaire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques instituée en 1999 et l'augmentation programmée du taux des cotisations de retraite majoreront les recettes publiques d'environ ½ point de PIB en 2006 et en 2007.
- Dans la zone euro, les politiques budgétaires sont censées être compatibles avec les programmes de stabilité nationaux. Dans la plupart des cas, cela implique un léger assainissement des finances publiques en 2006 et 2007. Le relèvement de trois points de la taxe sur la valeur ajoutée programmé pour 2007 en Allemagne est incorporé aux prévisions, de même qu'une série de mesures qui compensent en partie

cette augmentation, notamment une réduction des cotisations de sécurité sociale.

Les taux d'intérêt directeurs sont projetés conformément aux objectifs déclarés des autorités monétaires en matière d'inflation et d'activité :

- Aux États-Unis, on suppose que la Réserve fédérale relève les taux d'intérêt de 25 points de base supplémentaires, après quoi le taux cible des fonds fédéraux se stabilise à 5¼ pour cent. Étant donné que l'inflation reste faible et que l'activité économique se ralentit au cours de la période considérée, une réduction de 25 points de base est censée intervenir au deuxième trimestre de 2007.
- Dans la zone euro, le principal taux de refinancement, relevé de 25 points de base au début de 2006 à 2½ pour cent, est censé rester inchangé avant d'augmenter de 125 centièmes de point au total, par paliers successifs.
- Au Japon, le taux directeur à court terme est censé rester égal à zéro jusqu'à la fin de 2006 puis augmenter progressivement pour atteindre 1 % à la fin de 2007.

Les prévisions supposent que les taux de change se maintiendront à leur niveau du 4 mai 2006, à un dollar pour 113.50 yen et 0.79 euro (soit un euro pour 1.26 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 beaucoup augmenté 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 70 dollars le baril en moyenne à partir du deuxième trimestre de 2006 jusqu'à la fin de la période considérée. La hausse des prix des produits de base, après avoir marqué une pause à la fin de 2005, est censé reprendre à un rythme soutenu, notamment en ce qui concerne les métaux, mais elle devrait se ralentir vers la fin de la période considérée du fait de l'accroissement de l'offre.

Les prévisions ont été établies à partir des données collectées jusqu'au 17 mai 2006. Des précisions sur les hypothèses concernant les différents pays sont données dans le chapitre II, « Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres ».

fortement du fait de l'augmentation persistante de la dette extérieure nette. En conséquence, le déficit de balance courante se creuse pour atteindre près de 8 points de PIB en fin de période<sup>24</sup>. Le chômage resterait inférieur à son taux structurel estimé, d'où une accélération de la croissance des salaires. Cependant, celle-ci devrait être largement absorbée dans les marges de profit, si bien que l'inflation resterait faible.

24. Étant donné l'énorme différence entre le niveau des importations et celui des exportations, il faudrait que les exportations progressent nettement plus vite que les importations pour que le solde commercial commence à contribuer à la croissance de la production.



Tableau I.6. La reprise s'élargit

En pourcentage du PIB de la période précédente<sup>1</sup>

	2004	2005	2006	2007
<b>États-Unis</b>				
Demande intérieure finale	4.6	4.1	3.9	3.2
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	1.0	1.0	1.0	0.8
Variation des stocks	0.3	-0.3	0.1	0.1
Exportations nettes	-0.7	-0.3	-0.4	-0.2
PIB	4.2	3.5	3.6	3.1
<b>Japon</b>				
Demande intérieure finale	1.7	2.3	1.6	1.4
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.7	1.1	0.6	0.5
Variation des stocks	-0.2	0.2	0.0	0.0
Exportations nettes	0.8	0.2	1.1	0.9
PIB	2.3	2.7	2.8	2.2
<b>Zone euro</b>				
Demande intérieure finale	1.5	1.6	2.0	2.0
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.3	0.3	0.5	0.6
Variation des stocks	0.4	0.1	0.2	0.0
Exportations nettes	0.0	-0.3	0.0	0.1
PIB	1.8	1.4	2.2	2.1
<b>OCDE</b>				
Demande intérieure finale	3.3	3.2	3.1	2.8
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.7	0.8	0.8	0.7
Variation des stocks	0.3	-0.2	0.1	0.0
Exportations nettes	-0.3	-0.2	-0.1	0.1
PIB	3.3	2.8	3.1	2.9

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° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/864747172781>

– La zone euro devrait finalement connaître une reprise plus autonome, la croissance devant atteindre environ 2¼ pour cent par an cette année et l'an prochain, soit un niveau légèrement supérieur à la croissance potentielle. L'investissement privé devrait s'accroître compte tenu du niveau élevé des profits, tandis que la consommation privée ne devrait suivre que progressivement, à mesure que la croissance de l'emploi s'accélénera. Le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée en Allemagne pourrait freiner temporairement la croissance de la demande de biens de consommation au début de 2007, mais cet effet sera atténué dans la mesure où les ménages épargneront sans doute moins qu'ils ne l'auraient fait autrement<sup>25</sup>. Comme cela a été le cas depuis la création de la monnaie unique, la croissance devrait être plus lente en Allemagne et en Italie que dans l'ensemble de la zone ; elle serait à peu près égale à la moyenne en France et serait généralement plus soutenue dans les petits pays que dans les grands. L'inflation reste globalement modérée, même si le relèvement des taxes en Allemagne fait légèrement augmenter l'inflation tendancielle, encore faible, d'ici à la fin de la période considérée.

*Une reprise modérée s'annonce dans la zone euro*

25. Une réduction des cotisations de sécurité sociale correspondant à un tiers de l'augmentation de la TVA, ainsi qu'une série de subventions en faveur des économies d'énergie et de la rénovation des logements pourraient soutenir en partie la consommation.

*L'expansion se poursuit  
au Japon*

- Au Japon, la production semble devoir continuer de s'accroître à un rythme d'environ 2¼ pour cent par an au cours de la période considérée, les exportations bénéficiant toujours de l'expansion des économies émergentes d'Asie et d'une monnaie affaiblie. Parallèlement, l'investissement des entreprises est stimulé par une forte augmentation des profits, tandis que la progression des salaires et de l'emploi, notamment pour les employés réguliers mieux rémunérés, contribue à dynamiser la consommation des ménages malgré une influence légèrement négative sur les revenus disponibles réels exercée par une plus grande rigueur budgétaire. L'écart de production devenant probablement positif (il est difficile d'en déterminer l'ampleur, compte tenu des ajustements structurels massifs qui ont eu lieu ces dernières années), la plupart des indices de prix devraient s'inscrire en hausse à partir du milieu de 2006.

*La situation évolue  
généralement dans un sens  
positif ailleurs...*

L'évolution de la situation économique dans les autres pays – aussi bien à l'intérieur de zone OCDE que dans le reste du monde – est généralement positive :

*... y compris au Royaume-Uni  
et au Canada...*

- Au Royaume-Uni, la croissance devrait s'accélérer, l'investissement se raffermissant et la consommation étant stimulée par un léger redressement du marché du logement. Grâce à une nette amélioration des termes de l'échange depuis quelques années, la croissance devrait être soutenue au Canada, en Australie, en Norvège et au Mexique, au point que dans certains cas (comme en Australie et en Norvège) des mesures monétaires restrictives sont prises afin de maîtriser l'inflation.

*... dans la plupart des petits  
pays européens...*

- Parmi les autres pays de l'OCDE, ceux qui sont récemment devenus membres de l'Union européenne – à savoir la Pologne, la République tchèque, la Hongrie et la République slovaque – continuent d'enregistrer une croissance rapide, à la faveur d'une forte expansion de leurs exportations vers les autres régions de l'Union européenne et d'une augmentation soutenue de la formation de capital sous l'impulsion d'investisseurs étrangers. Les pays nordiques membres de l'Union européenne – Danemark, Finlande et Suède – devraient aussi connaître une expansion rapide grâce à une orientation macroéconomique favorable et, dans certains cas, à une très vive progression du marché du logement. En Suisse, la croissance devrait être plus soutenue que dans le passé, tandis qu'en Turquie, l'activité devrait se ralentir progressivement, sans provoquer de dégradation de la confiance. En revanche, les économies de l'Islande et de la Nouvelle-Zélande devraient marquer une nette décélération en 2006 et pendant une partie de 2007, en particulier dans la mesure où les pressions qui se sont récemment exercées sur les taux de change ont limité les possibilités de relance monétaire.

*... et dans les économies de  
marché émergentes*

- Les grandes économies de marché émergentes devraient rester des pôles de croissance importants pour l'économie mondiale. La Chine va continuer d'enregistrer des taux de croissance à deux chiffres, grâce à une main-d'œuvre très compétitive – avantage qui commence cependant à s'amenuiser sous l'effet de la progression rapide des rémunérations moyennes.

## Les enjeux de la politique macroéconomique

La politique monétaire a plutôt bien résisté jusqu'ici aux poussées inflationnistes provoquées par les tensions sur les marchés de l'énergie et semble devoir continuer de le faire. Sur le plan budgétaire, beaucoup reste à faire : il est nécessaire de respecter les objectifs déclarés en matière de viabilité des finances publiques, non seulement d'un strict point de vue budgétaire, mais aussi afin de renforcer la résistance des économies de l'OCDE dans l'éventualité de nouveaux chocs négatifs.

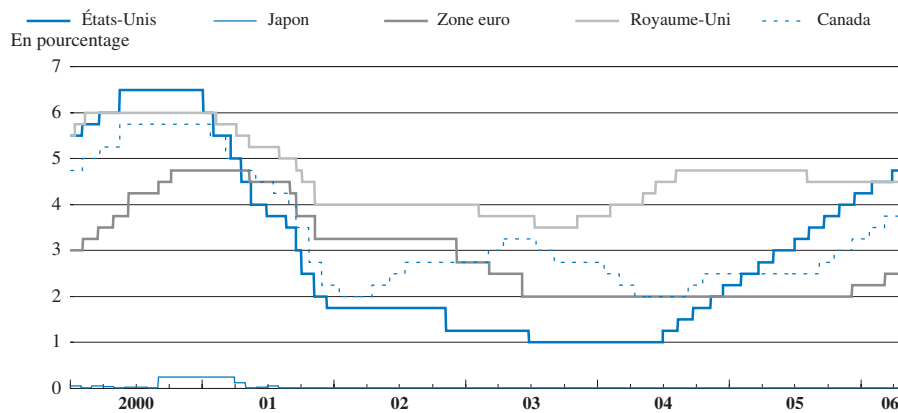
*Les autorités devraient se prémunir contre une aggravation des risques*

### Une politique monétaire plus efficace

La majorité des banques centrales de la zone OCDE ont commencé, à des degrés divers, à mettre un terme progressivement à la stimulation monétaire (graphique I.7). Cette orientation est motivée par la fermeté persistante – ou, dans certains cas, le regain de fermeté – de l'activité économique, par l'expansion soutenue des agrégats de crédit et, au Japon, par le sentiment de plus en plus répandu que la déflation est bel et bien terminée. Si le resserrement monétaire a été moins prononcé jusqu'ici qu'à un stade similaire des cycles précédents, malgré la hausse des prix de l'énergie, l'inflation est restée relativement faible<sup>26</sup>.

*L'impulsion monétaire est progressivement réduite*

Graphique I.7. La plupart des taux directeurs remontent



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

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/246582374031>

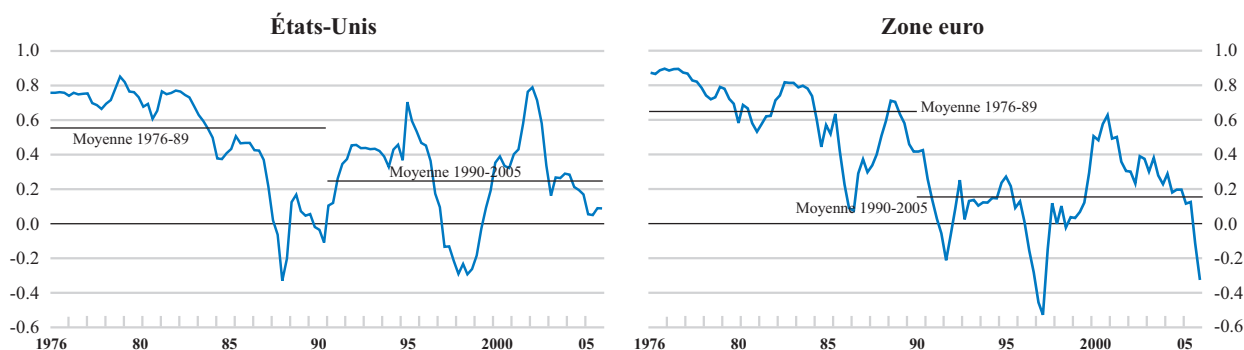
Il apparaît en effet de plus en plus probable que le processus d'inflation a connu de profonds changements au cours de la dernière décennie – notamment une stabilisation des anticipations, une répercussion plus limitée des chocs négatifs sur les prix à la consommation et les salaires et une moindre sensibilité de l'inflation aux contraintes de capacité locales. Cela se manifeste notamment par une corrélation de moins en moins étroite entre l'évolution des écarts d'inflation et celle des écarts de production dans les grandes économies (graphique I.8). Cette situation reflète dans

*L'inflation est de plus en plus déterminée à l'échelle mondiale*

26. En fait, au Royaume-Uni, les taux directeurs ont déjà cessé d'augmenter, après avoir atteint des niveaux qui, dans des circonstances comparables au cours des cycles précédents, n'auraient pas été considérés comme le signe d'une orientation particulièrement restrictive de la politique monétaire.

## Graphique I.8. Le lien entre demande locale et inflation se distend

Corrélations entre la variation de l'inflation et l'écart de production



Note : Le taux d'inflation est mesuré par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation pour les États-Unis et du déflateur de la consommation privée pour la zone euro.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/633880502876>

une certaine mesure une amélioration du cadre de la politique monétaire, mais la mondialisation n'y est manifestement pas étrangère<sup>27</sup>. L'effet « mécanique » des échanges commerciaux avec les économies émergentes d'Asie sur l'inflation dans les principaux pays développés semble avoir été de l'ordre de  $-0.1$  à  $-0.3$  point de pourcentage par an respectivement aux États-Unis et dans la zone euro (encadré I.5). Par ailleurs, il semblerait que l'intensification de la concurrence internationale ait des effets désinflationnistes « indirects » nettement plus prononcés sur les marchés de produits et les marchés du travail<sup>28</sup>. Sous l'effet de l'intégration de l'économie mondiale, il semblerait aussi que les déséquilibres mondiaux jouent un rôle de plus en plus important en tant que déterminants de l'inflation au niveau local<sup>29</sup>. Simultanément, une forte croissance mondiale tend à exacerber les tensions sur les marchés de l'énergie et des matières premières. En fin de compte, les autorités monétaires doivent demeurer vigilantes face aux pressions inflationnistes importées.

*Un nouveau resserrement  
pourrait se révéler nécessaire  
aux États-Unis*

Aux États-Unis, la croissance de l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages devrait s'accroître en 2006 pour s'établir à 2¼ pour cent en partie à cause des effets du renchérissement de l'énergie, mais à mesure que ces effets indirects se dissipent, elle devrait repasser sous la barre des 2 % en 2007

27. En fait, la mondialisation a peut-être été l'un des principaux facteurs qui ont favorisé l'adoption d'objectifs de faible inflation (voir, à ce sujet, Rogoff, K., *Globalisation and Global Disinflation*, communication présentée à la conférence de la Federal Reserve Bank of Kansas sur le thème « Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy », Jackson Hole, 2003).

28. Il s'agit là de vastes questions auxquelles de plus en plus de recherches sont consacrées. Pour une analyse récente, voir « Quelle influence la mondialisation a-t-elle eue sur l'inflation ? », chapitre III, FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006. Par exemple, on constate que l'expansion des échanges internationaux a réduit le pouvoir de négociation des syndicats dans les pays de l'UE, ce qui explique peut-être en partie pourquoi la part des profits dans le PIB affiche une hausse dans cette région. Voir Dumont, M., G. Rayp and P. Willemé, « Does Internationalisation Affect Union Bargaining Power? An Empirical Study for Five EU Countries », *Oxford Economic Papers*, vol. 58, 2005.

29. Par exemple, une analyse de régression sur un groupe de pays de la zone euro utilisant l'écart de production au niveau local et au niveau de la zone tout entière comme variables explicatives pour différentes périodes d'estimation donne à penser que l'écart local a vu son influence diminuer et que l'écart au niveau de la zone a pris de plus en plus d'importance au fil des ans. Des résultats similaires pour un ensemble plus vaste de pays sont présentés dans Borio, C. et A. Filardo, *Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence of the Global Determinants of Inflation*, Banque des règlements internationaux, 2006.

## Encadré I.5. Comment l'inflation est-elle influencée par la mondialisation ?

Le poids croissant des importations à bas prix en provenance des économies émergentes exerce une influence sur les taux d'inflation des économies matures de la zone OCDE. Le présent encadré fait le point de recherches économétriques destinées à estimer cette influence dans le cas des États-Unis et de la zone euro. Les économies émergentes prises en compte ici sont la Chine et les autres économies dynamiques d'Asie, à savoir le Taipei chinois, Hong Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

Au moyen d'un simple cadre d'analyse comptable répartissant l'économie mondiale entre économies matures, d'une part, et économies émergentes, de l'autre, l'impact des importations à bas prix en provenance de ces dernières sur l'inflation dans les économies matures peut être décomposé en trois éléments : *i*) l'impact de l'augmentation de la part des importations pour une configuration donnée des prix relatifs à la production dans les économies matures et les économies émergentes (effet de pénétration des importations), *ii*) l'impact de l'évolution de la configuration de ces prix pour une part donnée des importations (effet de désinflation importée) et *iii*) une baisse des prix à la production dans les économies matures due aux forces concurrentielles mondiales (effet de concurrence) :

$$\frac{\Delta P^M}{P_{t-1}^M} = \Delta S \left( \frac{C_t^E - C_t^M}{C_t^M} \right) + S_{t-1} \left( \frac{\Delta C_t^E}{C_{t-1}^E} - \frac{\Delta C_t^M}{C_{t-1}^M} \right) + \frac{\Delta C_t^M}{C_{t-1}^M}$$

Dans cette équation,  $P^M$  représente le déflateur de la demande intérieure dans les économies matures,  $S$  représente la part des importations en provenance des économies émergentes dans la demande intérieure des économies matures,  $C^E$  représente le prix des importations en provenance des économies émergentes,  $C^M$  représente le prix à la production intérieurs dans les économies matures et  $\Delta$  représente la différence première de la variable. Toutes les variables sont exprimées dans la monnaie de l'économie mature (si bien que les variations de  $C^E$  reflètent aussi bien des mouvements

des taux de change que l'évolution des coûts dans l'économie émergente)<sup>1</sup>.

Les calculs présentés ici concernent exclusivement les effets désinflationnistes de la pénétration des importations et les effets inflationnistes importés.

Le premier tableau ci-après retrace l'évolution de la part des importations en provenance des économies émergentes dans la demande intérieure totale des États-Unis et de la zone euro, c'est-à-dire « S », ainsi que les écarts de prix pertinents, à savoir  $(C^E - C^M)/C^M$ . La part des importations en provenance de Chine accuse une forte hausse tendancielle (elle a quadruplé en 15 ans), mais on n'observe pas de tendance similaire pour les autres économies dynamiques d'Asie. Il semblerait que, dans le cas des États-Unis en particulier, la part des importations en provenance de Chine ait augmenté au détriment de celle des importations en provenance des autres économies dynamiques d'Asie. Les écarts de prix ont été calculés à partir d'estimations concernant 1995, mises à jour au moyen de séries de prix à l'exportation, pour la Chine et les économies dynamiques d'Asie, figurant dans la base de données analytique du Département des affaires économiques de l'OCDE<sup>2</sup>.

Les résultats sont indiqués dans le deuxième tableau ci-après. Entre 1996 et 2000, les importations en provenance de Chine ont mécaniquement réduit de 0.1 point de pourcentage l'inflation annuelle aux États-Unis, alors qu'elles n'ont pas eu d'effet notable dans la zone euro. Pendant la première moitié de la présente décennie, l'effet négatif des importations en provenance de Chine sur l'inflation aurait atteint selon les estimations 0.2 point de pourcentage dans la zone euro, tandis qu'elle serait restée inchangée aux États-Unis. Il est probable que les importations en provenance des économies dynamiques d'Asie exercent des effets comparables, bien que généralement plus limités, sur l'inflation. Globalement, on estime que l'effet total de ces importations pour la première moitié de la présente décennie s'élève à environ -0.3 point de pourcentage dans la zone euro, contre -0.1 point de pourcentage aux États-Unis.

1. L'équation est obtenue en prenant la première dérivée de la relation de type Cobb-Douglas  $\log P^M = S \log C^E + (1 - S) \log C^M$ .

2. Motohashi, K., *Assessing Japan's Industrial Competitiveness by International Productivity Level Comparison with China, Korea, Taiwan and United States*, Research Institute of Economy, Trade and Industry, Tokyo, 2005.

(graphique I.9). Le taux d'inflation globale, à plus haute fréquence, a tendance à converger vers les indicateurs d'inflation sous-jacente (graphique I.10). Cela étant, comme la marge de capacité inutilisée est limitée, voire nulle, un léger resserrement serait peut-être à nouveau justifié en 2006, sous réserve des informations qui seront communiquées.

## Encadré I.5. Comment l'inflation est-elle influencée par la mondialisation ? (suite)

## Calcul de l'impact mécanique de la globalisation sur l'inflation : hypothèses de base

	Importations de Chine		Importations des pays dynamiques d'Asie	
	Part dans la demande intérieure totale des pays de destinations (%) <sup>1</sup>	Différentiel de niveau de prix par rapport au pays de destination (%) <sup>2</sup>	Part dans la demande intérieure totale des pays de destinations (%) <sup>1</sup>	Différentiel de niveau de prix par rapport au pays de destination (%) <sup>2</sup>
États-Unis				
1991-1995	0.50	-57	1.18	-35
1996-2000	0.85	-56	1.31	-39
2001-2005	1.48	-60	1.02	-47
Zone euro				
1991-1995	0.43	-53	0.86	-32
1996-2000	0.64	-46	1.03	-25
2001-2005	1.28	-49	1.02	-31

1. Équivalent à  $S$  dans l'identité.2. Équivalent au terme  $(C^E - C^M)/C^M$  dans l'identité.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/224186003613>

## Calcul de l'impact mécanique de la globalisation sur l'inflation : résultats

En points de pourcentage

	A. Importations de Chine			B. Importations des pays dynamiques d'Asie			Total A + B
	Effet de la pénétration des importations <sup>1</sup>	Effet de l'inflation importée <sup>2</sup>	Effet total	Effet de la pénétration des importations <sup>1</sup>	Effet de l'inflation importée <sup>2</sup>	Effet total	
États-Unis							
1991-1995	-0.04	0.02	-0.02	-0.02	0.01	-0.01	-0.03
1996-2000	-0.04	-0.04	-0.09	0.00	-0.04	-0.04	-0.12
2001-2005	-0.12	0.00	-0.11	0.03	-0.03	0.00	-0.11
Zone euro							
1991-1995	-0.03	0.01	-0.02	-0.01	0.00	-0.01	-0.03
1996-2000	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05
2001-2005	-0.13	-0.06	-0.19	-0.02	-0.07	-0.09	-0.28

1. Équivalent au terme  $\Delta S[(C^E - C^M)/C^M]$  dans l'identité.2. Équivalent au terme  $S_{-1}(\Delta C^E/C_{-1}^E - \Delta C^M/C_{-1}^M)$  dans l'identité.

Source : Calculs de l'OCDE.

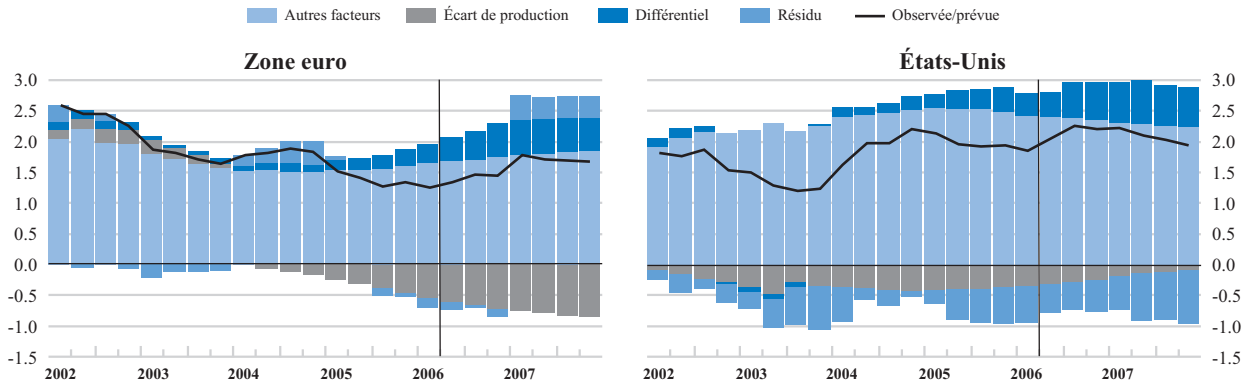
StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/024676037422>

**La politique monétaire doit continuer de soutenir l'activité dans la zone euro**

Dans la zone euro, l'inflation globale est restée supérieure à 2 %, en raison des hausses successives des prix du pétrole, mais comme l'écart de production est encore négatif et que les augmentations passées des prix de détail de l'énergie disparaissent progressivement des séries, elle se rapprocherait d'une fourchette de 1½ à 2 % – encore que la plupart des petits pays de la zone euro qui connaissent une forte expansion fassent état de taux d'inflation plus élevés. Les indicateurs de haute fréquence donnent à penser que l'inflation globale a effectivement déjà commencé à baisser après avoir dépassé 2 % (graphique I.10). Comme aux États-Unis, les indicateurs statistiques

## Graphique I.9. 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  $\varepsilon$ , 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.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/672572724854>

de l'inflation sous-jacente, tels que l'inflation médiane et l'inflation moyenne tronquée, ont marqué une légère accélération depuis le milieu de 2005, mais restent largement inférieurs au taux d'inflation globale en glissement annuel – ce qui est également vrai pour l'inflation hors produits alimentaires et énergie (graphique I.9). La progression des salaires est elle aussi encore très modérée et égale à zéro en termes réels, encore que l'on observe des divergences prononcées à l'intérieur de la zone euro à cet égard également, puisque la rémunération horaire des salariés et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont baissé en Allemagne, alors qu'ils ont augmenté d'environ 2 % en France et 4 % en Italie<sup>30</sup>. Comme on s'attend à ce que l'inflation baisse sous le seuil de 2 % et que l'écart de production se résorbe seulement après la période considérée, l'impulsion monétaire pourrait progressivement être réduite à mesure que s'accumule les informations indiquant un rétrécissement de la marge de capacité inutilisée.

Au Japon, l'inflation globale et l'indice officiel d'inflation tendancielle établie par la Banque centrale (qui n'exclut que les prix des produits alimentaires frais) se sont établis à 0.5 % en janvier (l'indice d'inflation tendancielle, qui exclut également les prix de l'énergie, a seulement augmenté de 0.1 %). D'autres indicateurs de la hausse des prix à la consommation – comme l'inflation médiane et l'inflation moyenne tronquée – sont aussi devenus positifs au cours des derniers mois, et les prévisions les plus récentes laissent entrevoir une stabilisation de l'inflation globale aux alentours de son niveau actuel cette année et l'an prochain. Ainsi, le Japon

*Au Japon, des mesures restrictives ne devront être prises qu'une fois que l'économie sera véritablement sortie de la déflation*

30. Les effets indirects de la hausse des prix de l'énergie, s'exerçant par le biais des salaires, semblent pratiquement inexistantes sauf dans quelques pays où le marché du travail est tendu ou dans lesquels il existe encore des mécanismes d'indexation. Voir Commission européenne, « The Impact of Higher Oil Prices on Inflation », *Rapport trimestriel sur la zone euro*, vol. 4, n° 4, 2005.

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.



semble finalement sortir de la déflation. En conséquence, la Banque du Japon a mis un terme en mars 2006 à sa politique d'assouplissement quantitatif, instituée en 2001<sup>31</sup>. La Banque a annoncé qu'un taux d'inflation se situant entre 0 et 2 % serait compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, même s'il ne s'agit pas à proprement parler d'un ciblage de l'inflation. Cela étant, le choix d'une fourchette de 0 à 2 % est peut-être risqué dans la mesure où un choc négatif sur les prix intervenant à un moment où l'inflation est voisine de la limite inférieure de la fourchette pourrait faire retomber l'économie dans la déflation. En outre, étant donné que cette fourchette reflète l'évolution antérieure des prix – qui s'est aussi caractérisée par des périodes de déflation – elle est sans doute trop basse. C'est la raison pour laquelle sa limite inférieure devrait être relevée. Cependant, même si cette fourchette est retenue comme règle opérationnelle, il ne faudra commencer à passer à des taux d'intérêt positifs que lorsque l'inflation sera suffisante pour rendre négligeable le risque d'un retour à la déflation.

## Politique budgétaire : il reste beaucoup à faire

Sur la base des mesures budgétaires mises en œuvre ou adoptées jusqu'à présent, il ne faut s'attendre, dans le domaine de l'assainissement des finances publiques, qu'à des progrès limités pour l'ensemble de la zone de l'OCDE (tableau I.7). Cela est particulièrement décevant étant donné la vigueur de la reprise actuelle, l'impact négatif du vieillissement démographique sur les finances publiques et la probabilité de fortes pressions persistantes dans le secteur de la santé et de la prise en charge de longue durée (voir le chapitre III pour plus de détails)<sup>32</sup>. Ces facteurs soulignent la nécessité de restrictions budgétaires dès à présent, pour tout l'éventail des droits à prestation, afin d'obtenir de meilleurs résultats à moyen terme<sup>33</sup>.

Dans ce contexte, il est essentiel que l'augmentation temporaire des recettes en période de reprise économique ne serve pas de prétexte pour pratiquer des baisses de taxes ou des augmentations de dépenses permanentes qui exacerberaient les pressions inflationnistes, car, plus tard, lorsque l'activité se ralentira, il faudra faire face à un déficit budgétaire structurel élevé. Dans les pays de la zone euro, en particulier, la configuration actuelle des déficits budgétaires reflète la politique malencontreuse qui a été menée en période d'expansion à la fin des années 90, lorsque les mesures budgétaires ont eu tendance à suivre précisément de telles stratégies de court terme (encadré I.6)<sup>34</sup>. Cet héritage de déficits cachés a accentué la nécessité d'assainir les

*Les tensions budgétaires s'accroissent avec le vieillissement de la population*

*La reprise ne doit pas donner prétexte à un relâchement budgétaire*

31. Dans le cadre de cette politique, la Banque du Japon fixait des objectifs pour les comptes courants des banques, tout en maintenant à zéro les taux d'intérêt à court terme. Cela a eu un effet positif sur l'économie en favorisant la stabilité du secteur financier et ainsi aidant à maintenir les taux d'intérêt à long terme à un bas niveau. De fait, les taux nominaux à long terme sont restés voisins de 1½ pour cent jusqu'à récemment alors que les administrations publiques enregistraient d'importants déficits et que la dette se creusait. Pour les besoins de sa politique d'assouplissement quantitatif, la Banque du Japon achetait de grandes quantités d'obligations d'État, s'élevant à environ un quart du déficit budgétaire des administrations publiques.

32. On notera dans ce contexte que le choc dû au vieillissement ne peut être considéré qu'en partie comme transitoire dans la mesure où il est lié au vieillissement de la génération du baby-boom. En effet, on se trouve en présence d'un choc permanent, l'accroissement sur longue période de la longévité, qu'on ne peut correctement traiter qu'en ajustant les paramètres des droits à prestation des programmes de dépenses sociales.

33. Voir l'appendice I.2 pour une discussion du scénario de référence à moyen terme.

34. Ces tendances ont pu être accentuées par le calendrier des élections générales, qui ont largement coïncidé au cours de cette période ; voir Buti, M. et P. van den Noord, « Fiscal Discretion and Elections in the Early Years of EMU », *Journal of Common Market Studies*, vol. 42, n° 5, 2004. La situation paraît encore plus défavorable si l'on tient compte des mesures ponctuelles et des opérations de comptabilité créatrice ; voir Koen, V., et P. van den Noord, « Fiscal Gimmickry in Europe: One-off Measures and Creative Accounting », dans Wierds, P., S. Deroose, E. Flores et A. Turrini (eds.), *Fiscal Policy Surveillance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2006.

Tableau I.7. La consolidation budgétaire demeure insuffisante

En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2003	2004	2005	2006	2007
États-Unis					
Solde effectif	-5.0	-4.7	-3.8	-3.6	-3.7
Solde corrigé des variations cycliques	-4.2	-4.4	-3.7	-3.7	-3.9
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-2.4	-2.6	-1.8	-1.8	-1.9
Japon					
Solde effectif	-8.0	-6.3	-5.2	-5.2	-4.7
Solde corrigé des variations cycliques	-7.0	-5.6	-4.9	-5.3	-5.2
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-5.6	-4.3	-3.5	-3.7	-3.4
Zone euro					
Solde effectif	-3.1	-2.8	-2.4	-2.3	-2.1
Solde corrigé des variations cycliques	-2.6	-2.3	-1.6	-1.6	-1.5
Solde primaire corrigé des variations cycliques	0.3	0.4	1.0	0.9	1.0
OCDE <sup>1</sup>					
Solde effectif	-4.0	-3.5	-2.7	-2.6	-2.6
Solde corrigé des variations cycliques	-3.7	-3.3	-2.7	-2.8	-2.8
Solde primaire corrigé des variations cycliques	-1.7	-1.4	-0.8	-0.9	-0.9

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° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/813430284860>

finances publiques après les années 2000, période durant laquelle l'activité était déjà faible. Dans les autres pays de l'OCDE, notamment les États-Unis et le Japon, les mesures budgétaires ont soutenu l'activité durant la période de ralentissement, mais ce faisant, le déficit budgétaire a atteint un niveau élevé dont les conséquences ne seront pas supportables à l'avenir.

### Le déficit budgétaire des États-Unis reste voisin de 4 % du PIB

Si l'on examine plus en détail les évolutions budgétaires, le déficit des administrations publiques aux États-Unis devrait rester proche de son niveau de 2005 – environ 3¾ pour cent du PIB – au cours de la période sous revue, la forte croissance des recettes étant compensée par les dépenses supplémentaires pour le remboursement des médicaments prescrits sur ordonnance, par le coût de l'intervention militaire en Irak, qui restera élevé, et par les aides en faveur des régions touchées par les cyclones. Les perspectives budgétaires à moyen et long terme ont été à plusieurs reprises révisées, essentiellement à cause des allègements d'impôts et des augmentations de dépenses qui ont été décidés (graphique I.11). De fait, les perspectives seraient même plus défavorables que ne l'indiquent les prévisions officielles courantes, puisque ces dernières supposent que les baisses d'impôts introduites en 2001 viendront à expiration, comme prévu initialement, à la fin de 2008 et de 2010<sup>35</sup>. Dans ce contexte, il serait utile que les autorités réinstaurent des règles budgétaires formelles pour assurer la viabilité des finances publiques. De plus, pour maintenir (et

35. La décision qui a été prise de maintenir les baisses d'impôts et d'atténuer l'incidence de l'impôt minimum alternatif pourrait signifier que le déficit fédéral ne se modifierait guère durant le reste de cette décennie. Voir Auerbach, A.J., W.G. Gale et P.R. Orszag, « New Estimates of the Budget Outlook: Plus ça change, plus c'est la même chose », the Brookings Institution, *Issues in Economic Policy*, n° 3, février 2006, qui notent également que pour traiter ces problèmes, il faudra finalement « des réductions de dépenses ou des hausses d'impôts allant bien au-delà de ce qu'on peut actuellement considérer comme politiquement acceptable ».

### Encadré I.6. Comment la politique budgétaire a-t-elle contribué à stabiliser les fluctuations conjoncturelles ?

Il est possible de dégager un certain nombre de faits stylisés essentiels quant à la manière dont les mesures budgétaires discrétionnaires interagissent avec le cycle de l'activité en examinant les corrélations instantanées simples entre les variations du solde budgétaire primaire corrigé des fluctuations conjoncturelles et les variations de l'écart de production<sup>1</sup>. Si

on les calcule en données annuelles depuis 1980, ces corrélations montrent que les mesures budgétaires discrétionnaires semblent évoluer dans un sens procyclique dans les pays de la zone euro et dans un sens contra-cyclique dans les pays nordiques ainsi que dans d'autres économies de l'OCDE ne faisant pas partie de la zone euro (voir le tableau ci-dessous).

#### L'orientation de la politique budgétaire sur le cycle

	Pays de la zone euro <sup>1</sup>		Pays nordiques <sup>2</sup>		Autres pays de l'OCDE <sup>3</sup>	
	Pro- ou contra-cyclique	Coefficient de corrélation <sup>4</sup>	Pro- ou contra-cyclique	Coefficient de corrélation <sup>4</sup>	Pro- ou contra-cyclique	Coefficient de corrélation <sup>4</sup>
Dépenses	neutre	0.08	contra	-0.29	neutre	-0.04
Revenus	pro	-0.22	contra	0.26	contra	0.18
Solde	pro	-0.23	contra	0.40	contra	0.17

1. Hors Finlande.

2. Danemark, Finlande, Norvège et Suède.

3. États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Australie, Corée, Nouvelle-Zélande et Suisse.

4. Corrélations instantanées entre les variations des dépenses primaires corrigées des variations cycliques et l'écart de production sur la période 1981-2004 (1991-2004). Si la corrélation n'est pas significative, l'orientation dominante est neutre.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/716218558350>

On considère souvent que les mesures budgétaires discrétionnaires représentent un instrument de stabilisation difficilement maniable, parce que des délais de mise en œuvre interviennent et parce que des pressions politiques s'opposent souvent à ce que ces mesures évoluent de façon symétrique au cours du cycle. C'est pourquoi on a mis habituellement l'accent sur les stabilisateurs automatiques. Mais les faits stylisés semblent démentir l'idée *a priori* selon laquelle les puissants stabilisateurs automatiques liés à un secteur public de grande dimension devraient rendre moins nécessaires les impulsions budgétaires discrétionnaires. Dans la pratique, on constate que les pays à secteur public de grande dimension ont souvent complété leurs stabilisateurs automatiques par des mesures discrétionnaires de grande ampleur.

La politique budgétaire peut avoir un effet procyclique pour plusieurs raisons. Les mesures discrétionnaires peuvent avoir pour origine le fait que les autorités budgétaires privilégient à l'excès la stabilisation au cours du cycle du solde budgétaire non corrigé des fluctuations

conjoncturelles<sup>2</sup>. Ou bien, si une augmentation ponctuelle des recettes corrigées des fluctuations conjoncturelles est mal interprétée en étant considérée comme structurelle, elle peut aboutir à des ajustements compensatoires des taux d'imposition et (parfois) des dépenses. Une politique budgétaire expansionniste en cas de reprise conjoncturelle accroît la probabilité que des mesures correctrices soient nécessaires à un moment moins favorable, avec les effets procycliques qui en résulteront. Et si une politique budgétaire procyclique en période de reprise n'est pas compensée par un degré égal de stimulation conjoncturelle en période de ralentissement de l'activité, il y aura propension au déficit. Il est possible de vérifier l'existence d'une telle propension en déterminant séparément les réactions du solde budgétaire structurel à une évolution positive ou négative de l'écart de production. Les profils sont différents de ce point de vue, aussi bien dans le temps que d'un pays à l'autre, mais l'analyse empirique fait effectivement apparaître une telle propension dans les pays de la zone euro au cours de la reprise de 1998-2000 et du ralentissement qui a suivi (voir le tableau ci-après).

1. Les coefficients de corrélation pour les différents pays ne sont pas statistiquement significatifs dans plusieurs cas, ce qui n'est pas surprenant car l'échantillon est de petite dimension et les éléments conjoncturels ne sont pas les seuls qui influent sur l'évolution de l'orientation budgétaire. Toutefois, les corrélations calculées en regroupant les observations pour plusieurs pays sont très significatives dans la plupart des cas (voir le tableau). Ces coefficients de corrélation ne sauraient être interprétés comme des relations de comportement (fonctions de réaction), parce qu'ils comportent un biais de simultanéité. En particulier, dans la mesure où une orientation budgétaire plus rigoureuse a un effet négatif sur la production au moment considéré, on peut sous-estimer le caractère contracyclique.

2. En théorie, ce résultat statistique pourrait être dû également à la procédure d'ajustement conjoncturel. En cas de surajustement, la série ajustée deviendra procyclique.

### Encadré I.6. Comment la politique budgétaire a-t-elle contribué à stabiliser les fluctuations conjoncturelles ? (suite)

L'un des facteurs susceptibles d'influer sur la direction et l'ampleur des mesures budgétaires discrétionnaires peut être l'existence de pressions politiques visant à réduire les taux d'imposition à un moment où les recettes fiscales sont abondantes. Mais, cette fois encore, les profils sont différents. Dans les pays de la zone euro, l'évolution des recettes primaires corrigées des fluctuations conjoncturelles a eu tendance à être procyclique et n'a généralement pas été

compensée par une modification des dépenses allant dans un sens contracyclique. Dans les pays nordiques, une évolution contracyclique des dépenses primaires corrigées des fluctuations conjoncturelles a généralement été renforcée par une évolution contracyclique des recettes, alors que dans d'autres pays de l'OCDE, le caractère contracyclique de la politique budgétaire provient en général exclusivement de l'évolution contracyclique des recettes.

#### Pays de la zone euro : l'orientation des politiques budgétaires dans les phases d'expansion et de ralentissement

	1981-2004	1992-1997	1998-2004
<b>Solde budgétaire primaire</b>			
Expansion	-0.22 ** pro	0.06 neutre	-0.37 ** pro
Ralentissement	-0.23 *** pro	-0.27 ** pro	0.16 neutre

Note : Semi-élasticité des variations du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport aux variations de l'écart de production ;

\*, \*\* et \*\*\* indiquent une significativité au niveau de 10, 5 ou 1% respectivement.

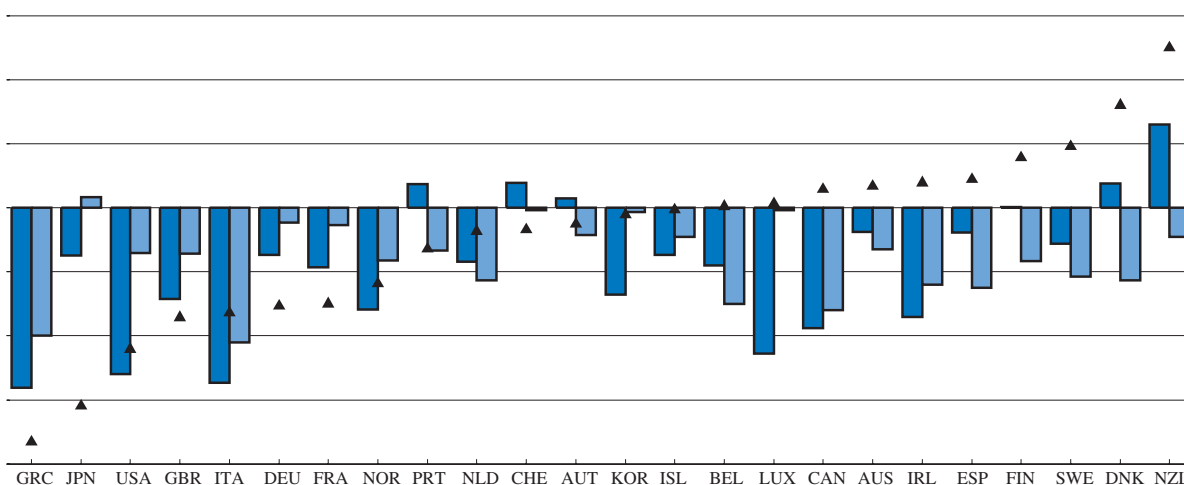
StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/423804725357>

Les fluctuations des paiements d'intérêts sur la dette de l'État peuvent aussi influencer sur l'action budgétaire discrétionnaire, bien que, de façon graduelle, dans la mesure où, durant un certain nombre d'années, les soldes primaires se détérioreraient suite aux baisses de paiements d'intérêts (voir le graphique ci-dessous). Sur la période 1997-2004,

la variation cumulée du solde primaire ajusté pour les fluctuations conjoncturelles semble avoir le même signe et souvent la même ampleur que les changements cumulés des paiements d'intérêts et être à peu près corrélée au niveau de fin de période du déficit corrigé des fluctuations conjoncturelles.

#### Variation cumulée des paiements d'intérêts et soldes primaires corrigés des variations cycliques 1997-2004

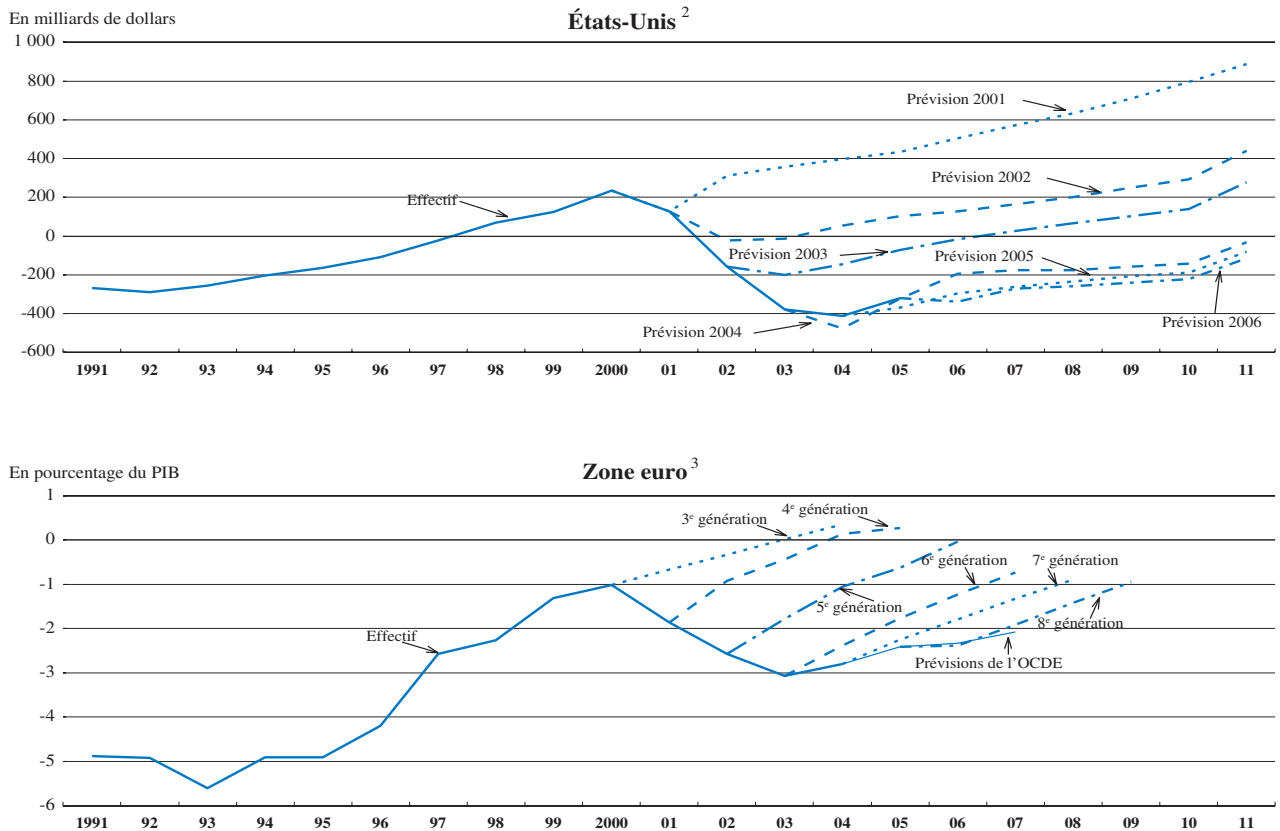
■ Variation cumulée des paiements d'intérêts et soldes primaires corrigés des variations cycliques 1997-2004  
 ■ Variation cumulée des paiements d'intérêts 1997-2004  
 ▲ Niveau global du solde primaire corrigé des variations cycliques en 2004



Source : OCDE.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/600824600815>

## Graphique I.11. Les objectifs budgétaires évoluent continuellement

Solde budgétaire des administrations publiques<sup>1</sup>

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

Source : Office statistique des Communautés européennes (Eurostat) et base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/054258826456>

probablement améliorer) la croissance à long terme et pour faciliter l'ajustement inévitable des comptes courants auquel les États-Unis devront probablement faire face ces prochaines années, il faudra modifier le système fiscal. Il serait particulièrement judicieux d'éliminer certaines des distorsions bien connues de la législation fiscale qui entravent l'épargne – notamment la déductibilité, pour l'impôt sur le revenu, des remboursements d'intérêts de prêts hypothécaires – et, plus généralement, de faire en sorte que l'impôt sur la consommation joue un plus grand rôle.

Dans la zone euro, la dernière génération des programmes de stabilité, présentée durant l'hiver 2005/2006, repousse une fois encore, d'une année de plus, comme depuis le début, la recherche d'une position budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent », à laquelle les pays se sont engagés dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (graphique I.11). Les prévisions retenues dans ce numéro des *Perspectives économiques* paraissent un peu moins bonnes que celles formulées pour les programmes de stabilité, ce qui est également habituel.

*Il faudrait que les situations budgétaires dans la zone euro s'améliorent*

*Il faudrait en particulier que  
les grands pays renforcent leur  
action*

Parmi les grands pays de la zone euro, l'Allemagne devrait en définitive respecter en 2007 le plafond de déficit de 3 % du PIB imposé par le Pacte, et la France, dont le déficit a été inférieur aux 3 % en 2005 pour la première fois depuis 2001, devrait rester en dessous du plafond. En Allemagne, ce résultat s'appuie sur la décision de compléter les réductions programmées de dépenses par un relèvement de trois points du taux standard de TVA en 2007. En France, il tient à des restrictions de dépenses dans le domaine de l'emploi public, se conjuguant à des recettes conjoncturelles supplémentaires. Mais, dans les deux cas, un nouvel effort est nécessaire pour restaurer la viabilité des finances publiques. En Italie, le déficit budgétaire – nominal ou corrigé des fluctuations conjoncturelles – devrait rester bien supérieur aux 3 % du PIB au cours de la période sous revue, ce qui est préoccupant vu le niveau élevé et croissant de la dette brute par rapport au PIB. L'assainissement budgétaire devrait donc rester hautement prioritaire dans les grands pays de la zone euro. Comme le montre l'expérience de plusieurs petits pays de la zone euro, c'est en allant de l'avant dans les réformes structurelles qu'on pourra accélérer le processus, même si les contingences politiques peuvent l'entraver.

*Le Japon devrait s'efforcer  
d'alléger sa dette*

Au Japon, le déficit corrigé des fluctuations conjoncturelles devrait se contracter, de 6 % du PIB en 2005 à un peu moins de 5 % en 2007, grâce à la suppression partielle de la baisse de l'impôt sur le revenu des personnes physiques introduite temporairement en 1999, à la hausse programmée du taux des cotisations de retraite et à une nouvelle réduction de l'investissement public. L'objectif budgétaire officiel est de dégager « un excédent budgétaire primaire au début de la décennie 2010 »<sup>36</sup>. Mais la situation conjoncturelle favorable offre la possibilité de poursuivre l'objectif plus ambitieux d'un excédent budgétaire primaire suffisamment important pour faire baisser le ratio dette publique/PIB. On pourrait y parvenir en augmentant les recettes, via un élargissement de l'assiette de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés et un relèvement du taux de l'impôt sur la consommation. Un plan détaillé à moyen terme, comportant des objectifs contraignants d'évolution des dépenses publiques, serait également utile. La reprise paraissant maintenant mieux ancrée, il ne faudrait pas tarder pour mettre en œuvre un tel programme.

---

36. Selon les mesures prévues actuellement, l'excédent primaire devrait diminuer d'un point de pourcentage du PIB en moyenne chaque année au cours de la période 2003-2007, et atteindre environ 3 % à la fin de cette période.

## Appendice I.1.

### Estimations révisées de l'OCDE pour l'offre : l'approche par les services du capital

Comme les autres prévisions et évaluations nationales et internationales, les *Perspectives économiques de l'OCDE* utilisent fréquemment des estimations de la production potentielle et de l'écart de production dans leurs analyses à court et moyen terme. Ces estimations :

- servent de repère pour déterminer la situation conjoncturelle actuelle et future de l'économie et les tensions inflationnistes qui s'y rattachent ;
- permettent d'apprécier l'orientation corrigée des influences conjoncturelle ou tendancielle de la politique budgétaire ;
- sont utiles pour comparer les performances sur le plan de la productivité et de la croissance et pour évaluer l'influence des déterminants structurels sous-jacents ainsi que des facteurs et impératifs liés aux politiques mises en œuvre ;
- ont valeur de référence lorsqu'il s'agit de prévoir, au-delà du court terme, le potentiel et la croissance économiques en fonction des différentes hypothèses d'évolution de l'offre.

Malgré tout, puisque le potentiel économique n'est pas observable, ces estimations sont nécessairement imprécises ; c'est pourquoi il faut les utiliser avec prudence et les combiner avec d'autres indicateurs pertinents.

Depuis l'exercice prévisionnel précédent, le Département des affaires économiques de l'OCDE a procédé à un réexamen et à une révision de ses méthodes d'estimation du PIB potentiel<sup>37</sup>. La méthode révisée est assez similaire à celle utilisée précédemment, qui reposait sur une fonction de production des entreprises<sup>38</sup>, mais avec les principales différences suivantes :

- Cette méthode utilise expressément de nouvelles estimations OCDE des services du capital, qui tiennent mieux compte des flux d'utilisation productive des différents biens en capital non résidentiels à profil âge/efficience variable<sup>39</sup>. Ces estimations prennent en particulier explicitement en compte le produit marginal relatif des différents types de biens en capital et permettent ainsi de mieux déterminer l'apport du capital à la production qu'avec les

37. Pour une présentation plus détaillée des méthodes révisées d'estimation du potentiel et de l'écart de production, et de l'utilisation de ces méthodes dans le cadre de l'évaluation à moyen terme, voir Beffy, P.-O., P. Ollivaud, P. Richardson et F. Sédillot, « Revised OECD Methods for Supply-side and Medium-term Assessments: A Capital Services Approach », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482.

38. Pour ce qui est du contexte général des méthodes utilisées précédemment qui reposaient sur le secteur des entreprises, voir Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare et P. van den Noord, « Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 152, 1995.

39. En ce qui concerne le cadre général des estimations OCDE des services du capital et des méthodologies sur lesquelles elles s'appuient, voir Schreyer, P., « La mesure des stocks de capital, des services du capital et de la productivité multifactorielle », *Revue économique de l'OCDE*, n° 37, 2003/2 ; Dean, E. et M. Hopper, « The BLS Productivity Measurement Program », Bureau of Labour Statistics, février 1998 ; et Timmer, M., G. Ypma et B. van Ark, « IT in the European Union: Driving Productivity Divergence? », *GGDC Research Memorandum GD-6*, octobre 2003.

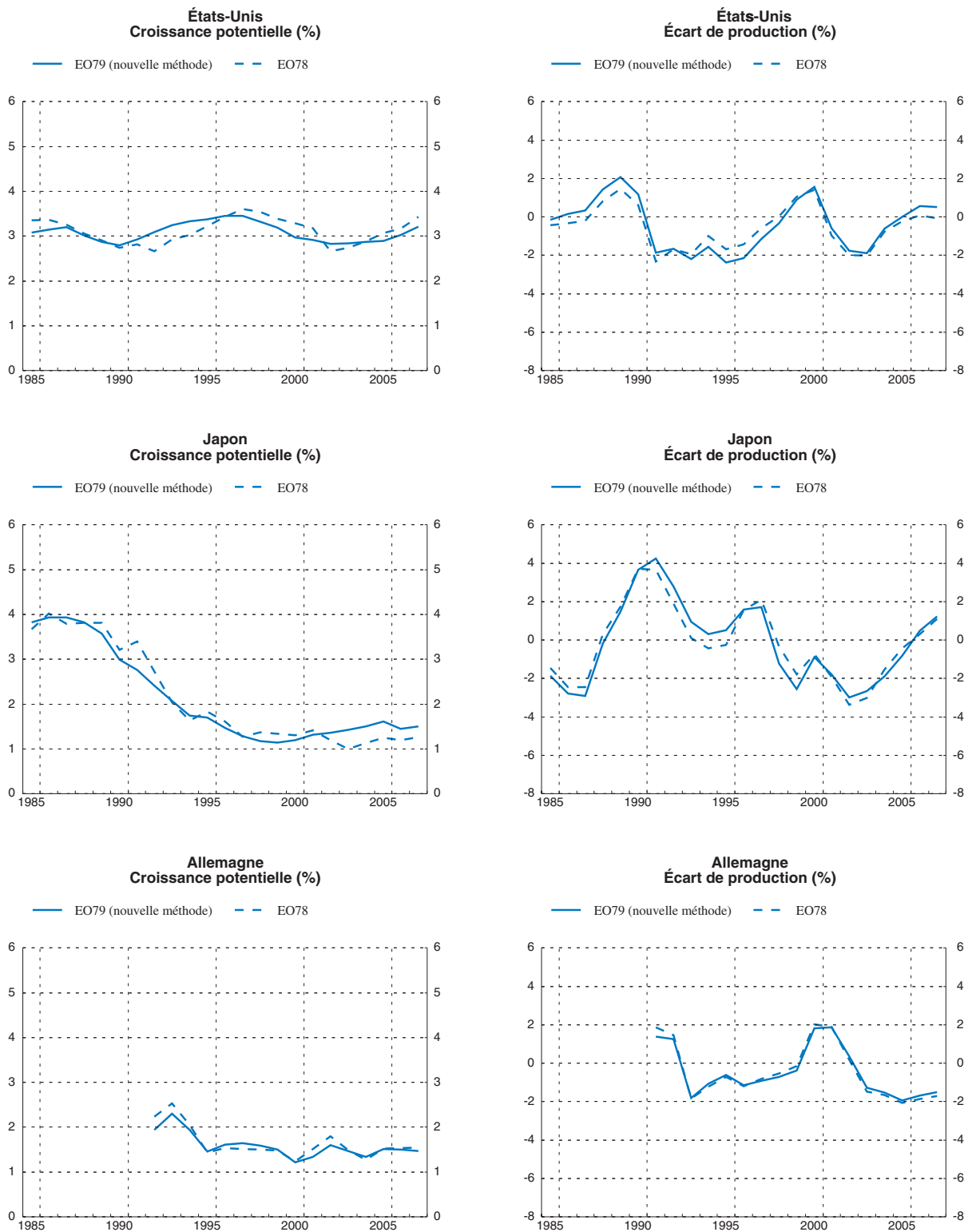
estimations du stock de capital dans l'optique des comptes nationaux sur lesquelles on se fondait précédemment.

Les nouvelles estimations se situent dans la perspective de l'ensemble de l'économie, et pas comme auparavant dans la perspective du secteur des entreprises, pour tenir compte du champ des données disponibles sur les services du capital et de l'absence actuelle de données cohérentes sur le secteur des entreprises fournies par les pays membres.

Les résultats globaux concernant les 19 pays pour lesquels on dispose de données sur les services du capital sont illustrés dans le graphique I.12, qui présente également quelques comparaisons avec les estimations précédentes sur la base des *Perspectives économiques*, n° 78. En outre, le tableau I.8 décompose la croissance tendancielle estimée du PIB au cours de la période récente en ses principaux éléments. Pour s'en tenir à l'essentiel, on considère que cette méthode donne une estimation plus lissée du potentiel (en partie du fait du lissage de l'apport en capital). Pour un grand nombre de pays, la croissance moyenne du PIB tendanciel est un peu plus faible, surtout durant la première partie de la présente décennie, notamment à cause du ralentissement de la croissance des services du capital à la fin de la récente bulle des technologies de l'information. Malgré certaines différences par rapport aux mesures reposant sur le n° 78 des *Perspectives économiques* (qui tiennent compte également de révisions plus récentes des données), ces différences ne sont pas très marquées en moyenne sur la période qui s'est écoulée depuis 2000. Les différences pour les estimations de l'écart de production reflètent la révision à la fois des estimations du potentiel et du PIB effectif, qui se cumulent parfois dans le temps.



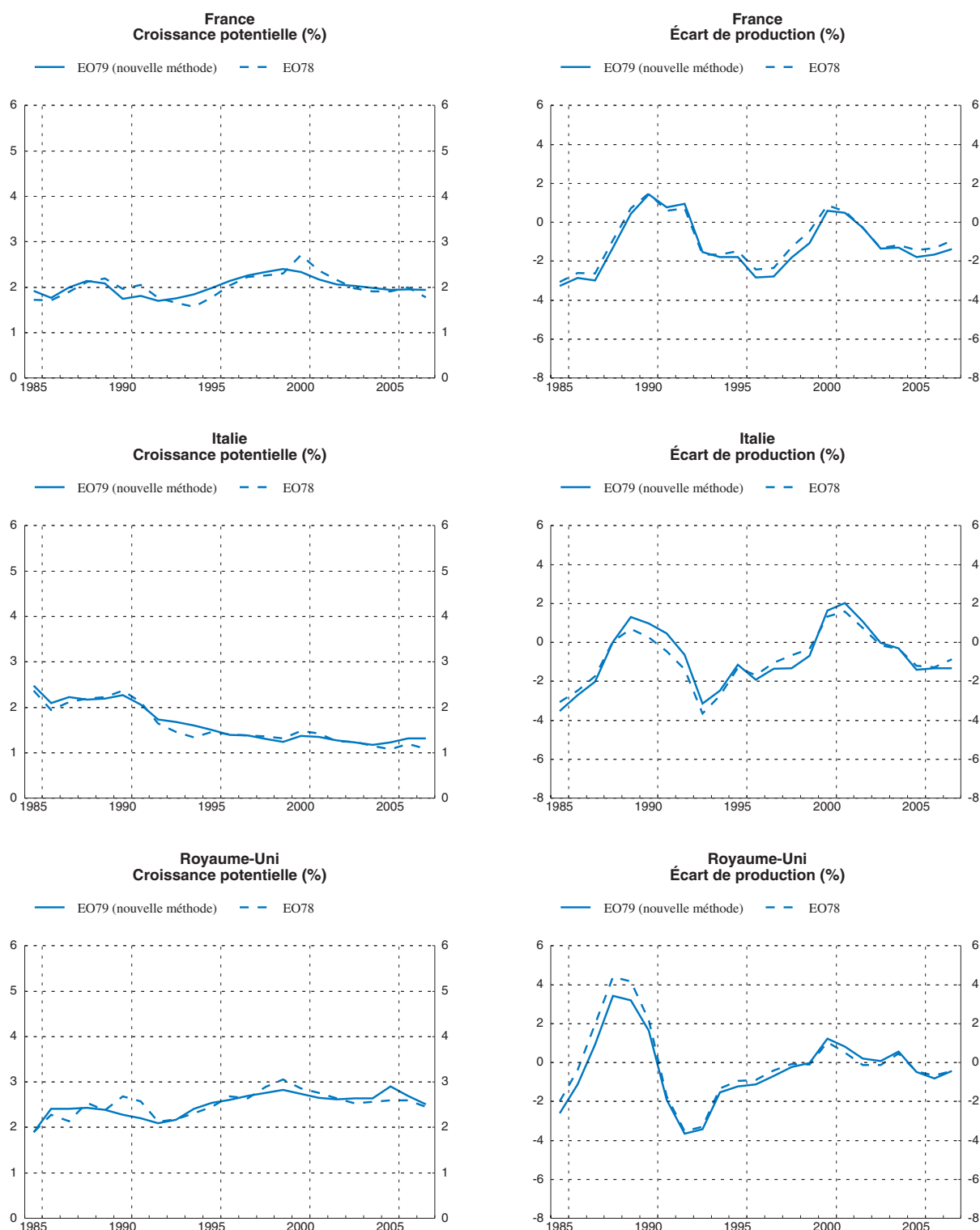
Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

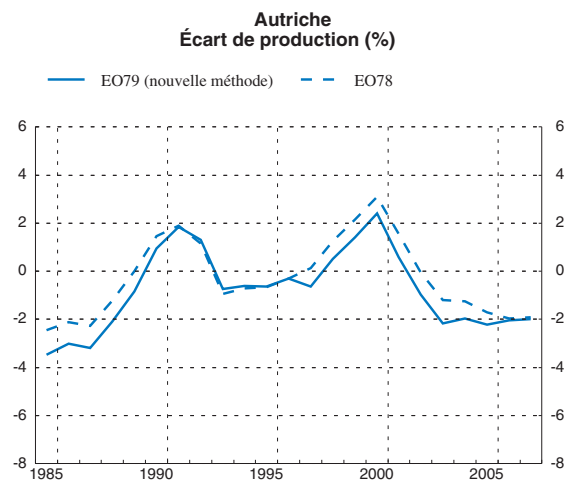
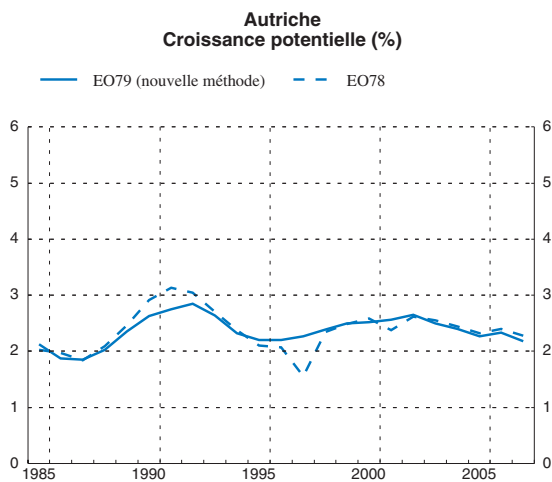
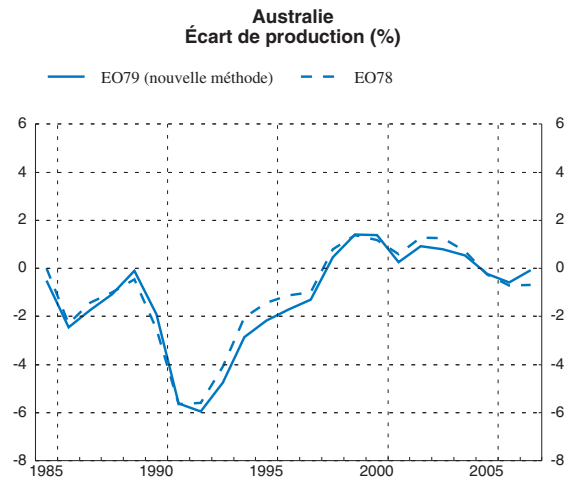
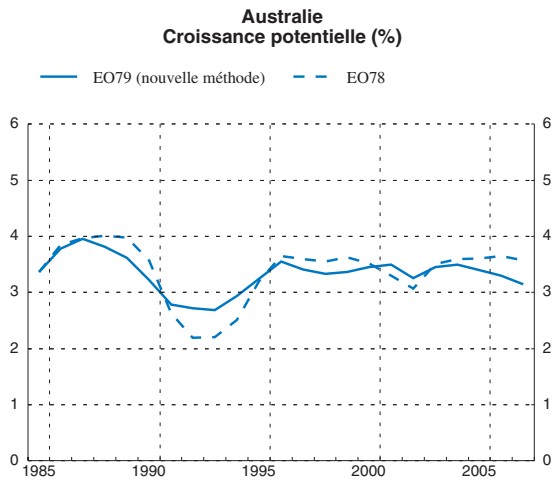
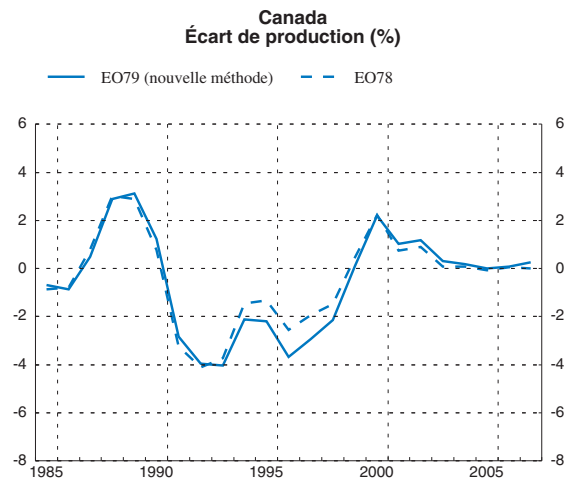
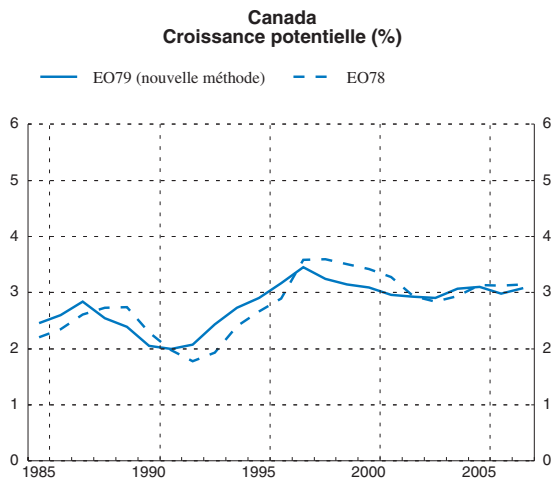
StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/104146780438>

Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

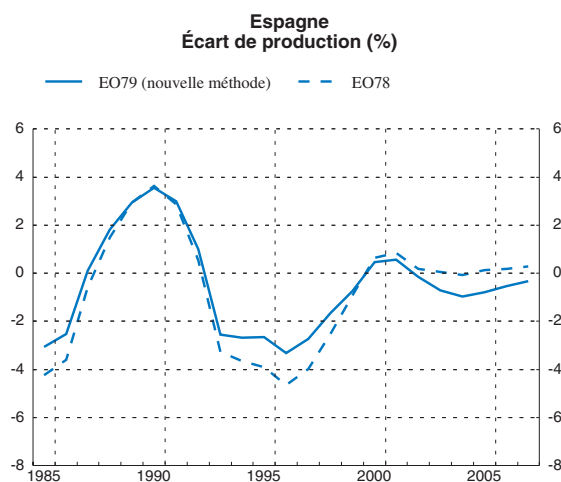
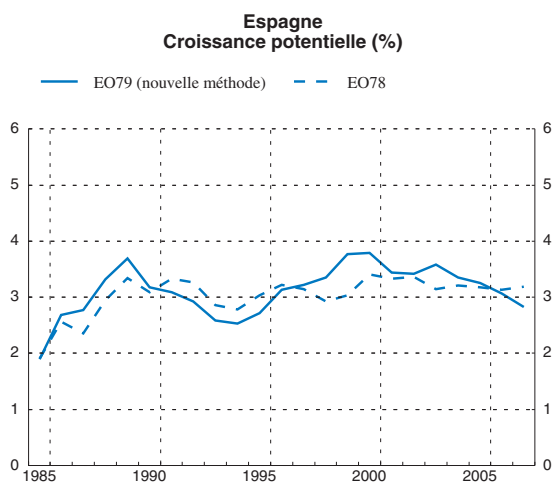
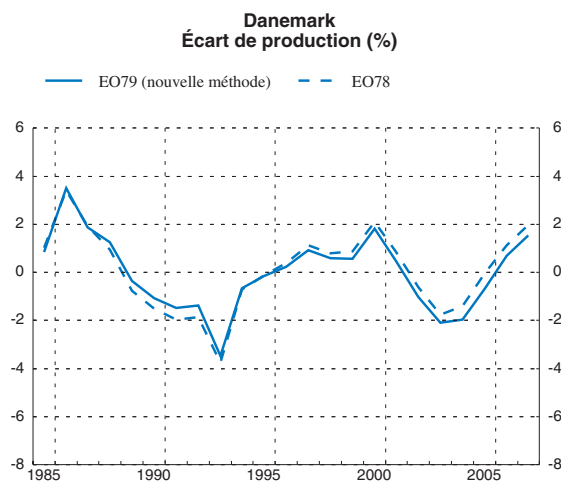
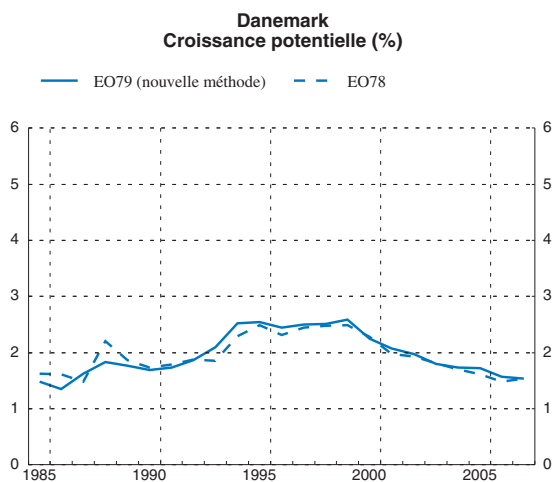
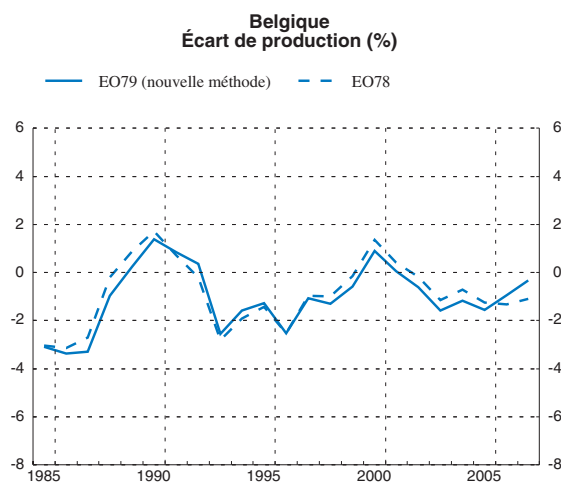
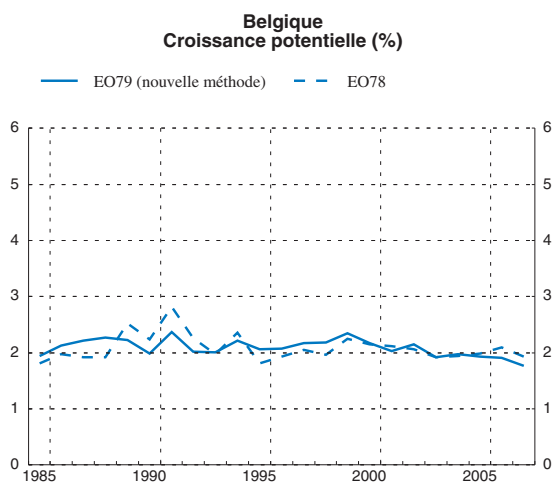
Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

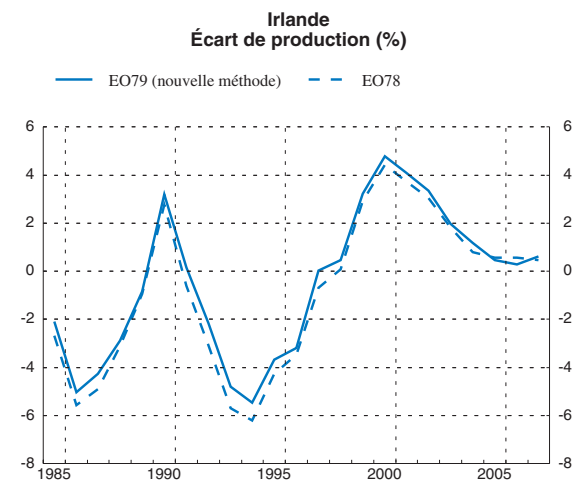
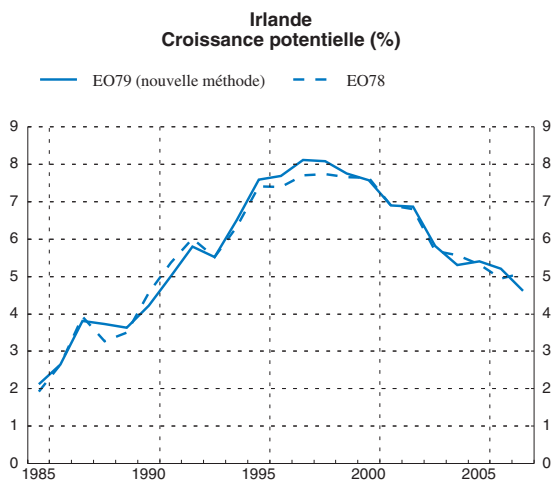
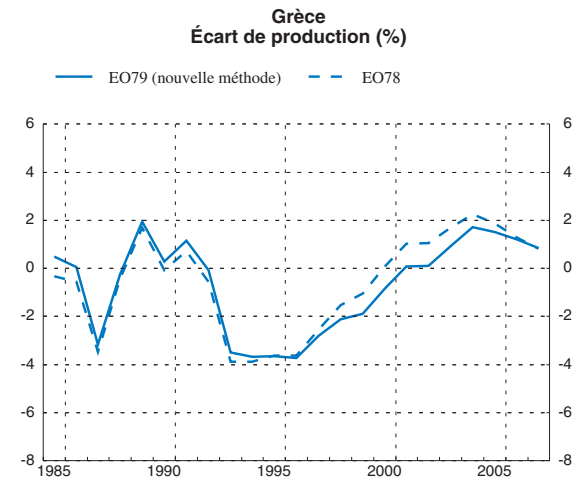
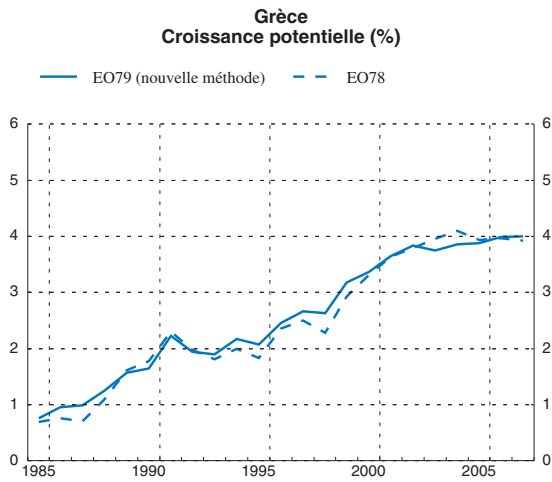
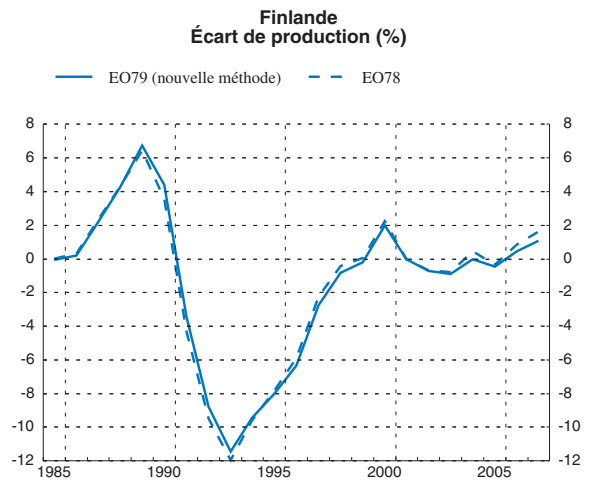
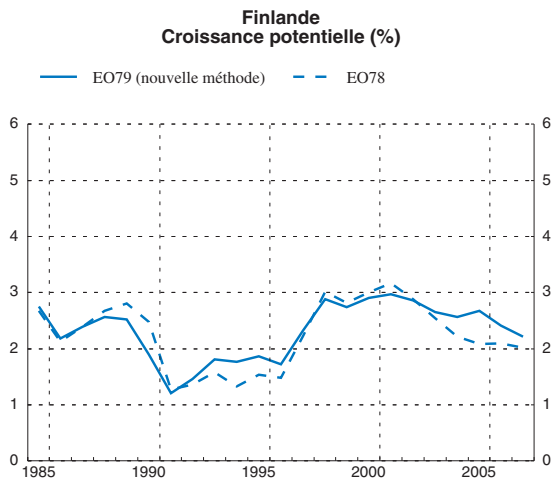
StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/104146780438>

Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

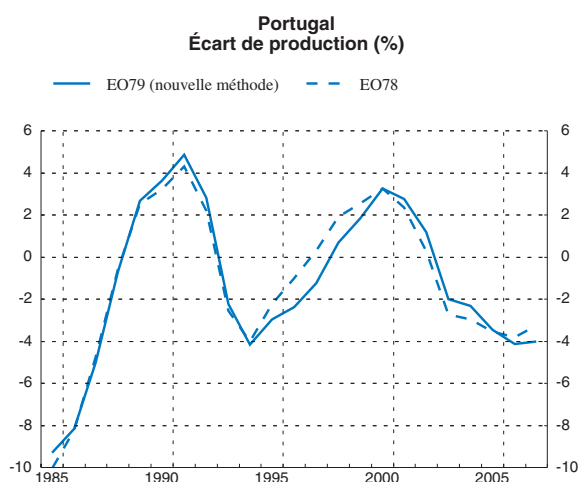
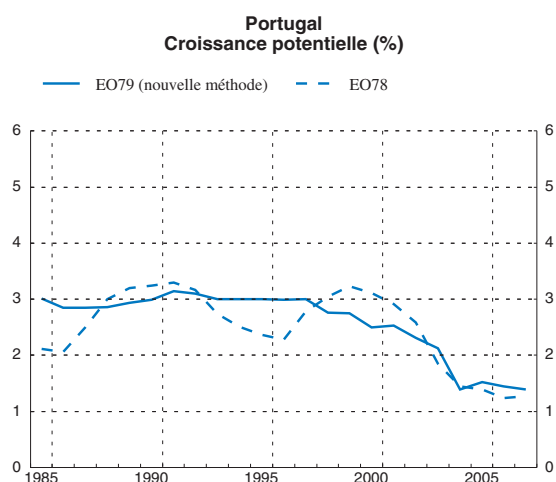
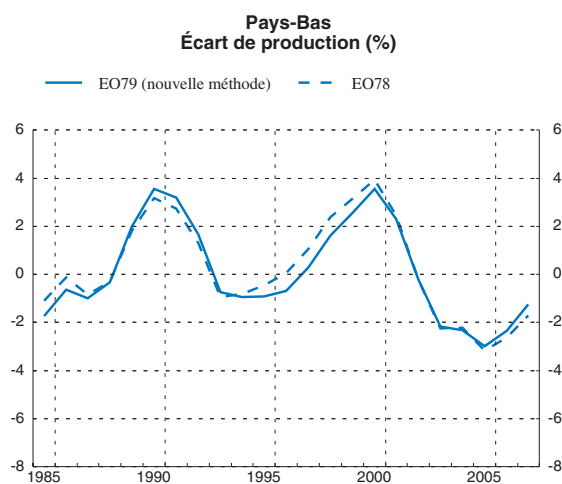
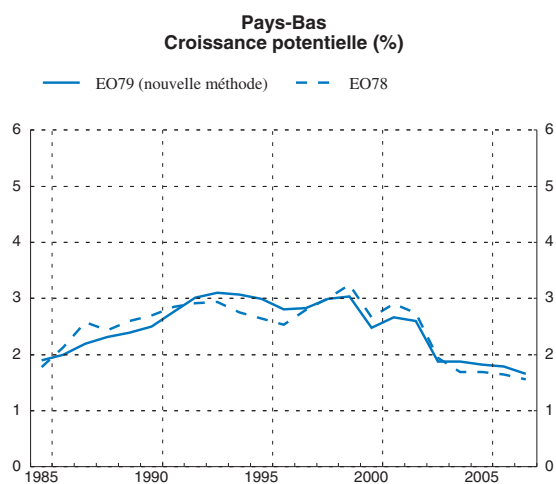
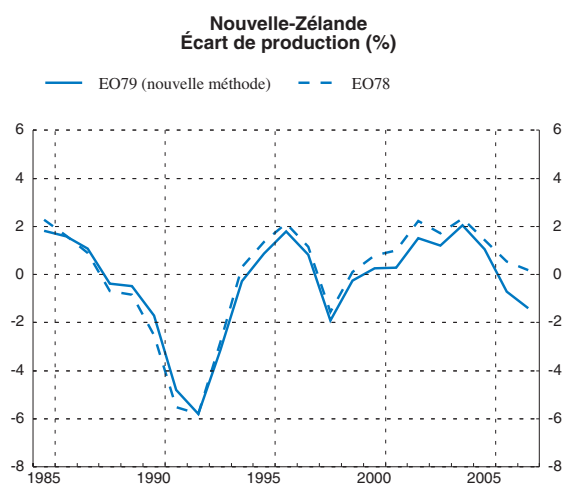
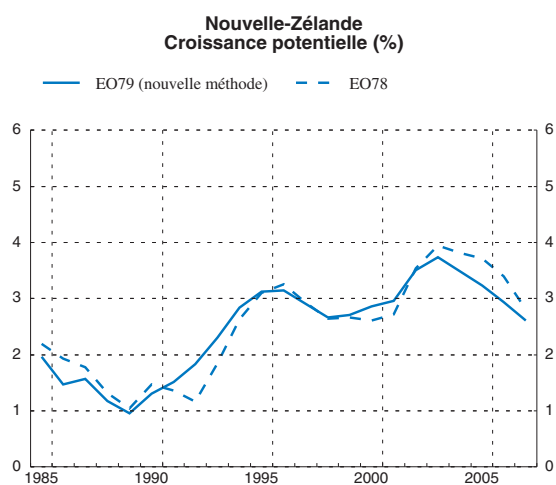
Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

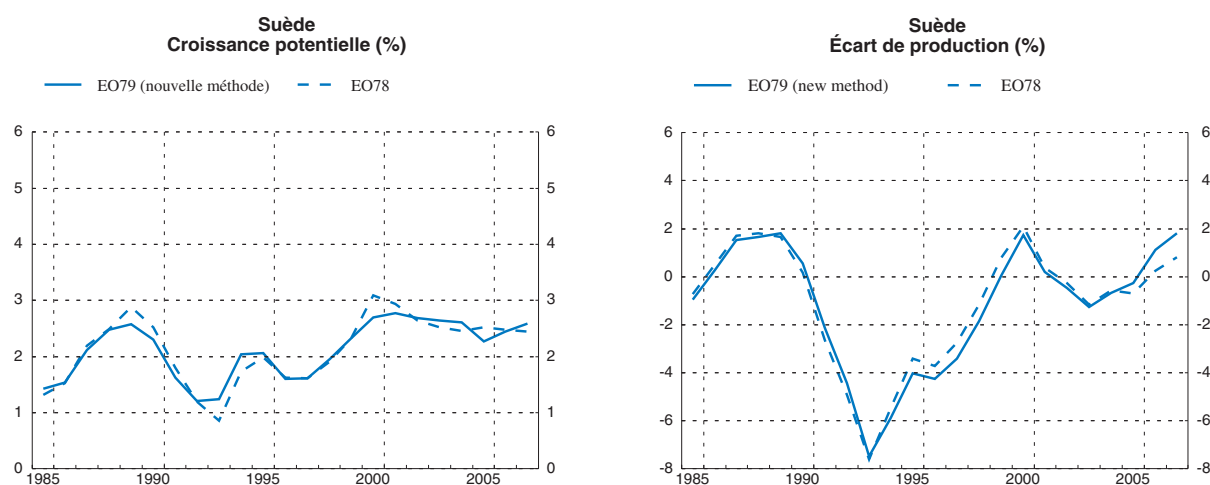
StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/104146780438>

Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

Graphique I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie (suite)



Note : EO79 et EO78 font référence respectivement à la version actuelle et antérieure des *Perspectives économiques*.  
L'échelle peut être différente dans certains cas.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/104146780438>

Tableau I.8. Décomposition de la croissance tendancielle avec la méthode révisée

(Taux de croissance moyen sur la période 2000-2005)

	Croissance	Croissance de l'emploi	Productivité du travail	Contribution de		
				Heures travaillées	Intensité capitalistique	PGF
États-Unis	2.9	0.7	2.1	-0.2	1.1	1.1
Japon	1.4	-0.1	1.5	-0.3	0.6	1.1
Allemagne	1.4	0.2	1.2	-0.3	0.6	0.8
France	2.1	0.9	1.2	-0.5	0.6	1.1
Italie	1.3	0.5	0.8	-0.1	1.0	0.0
Royaume-Uni	2.7	0.8	1.9	-0.3	0.8	1.3
Canada	3.0	1.6	1.3	-0.1	0.8	0.6
Australie	3.4	1.8	1.6	-0.2	0.7	1.1
Autriche	2.5	0.8	1.7	..	0.5	1.1
Belgique	2.0	0.7	1.3	-0.2	0.7	0.7
Danemark	1.9	0.1	1.8	0.2	1.2	0.5
Espagne	3.5	3.1	0.4	-0.1	0.9	-0.3
Finlande	2.8	0.8	2.0	-0.1	-0.1	2.2
Grèce	3.7	0.9	2.8	0.0	1.6	1.4
Irlande	6.3	3.3	2.9	-0.7	0.8	2.9
Pays-Bas	2.2	1.1	1.1	0.0	0.4	0.6
Nouvelle-Zélande	3.3	2.2	1.1	0.0	0.9	0.4
Portugal	2.1	0.8	1.2	..	0.7	0.4
Suède	2.6	0.4	2.2	0.0	0.6	1.4

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/571752578112>

## Appendice I.2

### Le scénario de référence à moyen terme

#### *La croissance potentielle dans l'ensemble de la zone devrait se ralentir*

Le scénario de référence à moyen terme (tableaux I.9 à I.11), qui couvre la période allant jusqu'à 2012, est une extension dans l'optique de l'offre<sup>40</sup> des prévisions actuelles à court terme sur la base des hypothèses présentées dans l'encadré I.7<sup>41</sup>. Il sert de repère pour l'analyse de certaines des tensions évoquées dans le texte principal, notamment les déséquilibres mondiaux et la persistance des déficits publics. La croissance de la production pour tout pays au-delà de 2008 est censée refléter la croissance de la production potentielle et la résorption de l'écart de production. Au cours de la période, la croissance du potentiel pour l'ensemble de la zone de l'OCDE devrait se ralentir à un peu moins de 2½ pour cent par an, du fait de l'affaiblissement attendu de la croissance de la population d'âge actif et des taux tendanciels d'activité, en partie compensé par une faible accélération de la productivité tendancielle du travail.

#### *L'inflation reste faible, mais des déficits budgétaires persistent dans les grandes économies*

Puisque l'écart de production pour l'ensemble de la zone de l'OCDE devrait être proche de zéro en 2007, le PIB est appelé à s'accroître parallèlement au potentiel sur le moyen terme, bien que les évolutions tendanciennes puissent être très différentes dans la zone, comme on le verra ci-après. Dans l'ensemble de l'OCDE, le chômage est censé reculer progressivement à un taux structurel sous-jacent de l'ordre de 5¾ pour cent de la population active en 2012. Les prix du pétrole restant inchangés au cours de la période, à 70 \$ le baril, l'inflation demeure stable à environ 1¾ pour cent par an, dès lors que, par ailleurs, on n'enregistre pas au niveau de la zone de fortes pressions dues à une demande excédentaire. Les soldes budgétaires pour l'ensemble de la zone restent négatifs à environ 2¾ pour cent du PIB, en raison de la persistance d'importants déficits structurels dans les grandes économies.

#### *La croissance réelle est très variable : solide aux États-Unis...*

La croissance de la production potentielle aux États-Unis devrait rester légèrement supérieure à 3 % par an à moyen terme, avec une légère baisse de la productivité du travail et de la population d'âge actif, largement compensée par une évolution favorable des taux d'activité. La production étant légèrement supérieure au potentiel en 2007, le PIB devrait se ralentir quelque peu au cours de la période pour revenir à une croissance annuelle de 3 % en 2012. L'inflation tombe à environ 1½ pour cent par an, car les effets de la hausse des prix du pétrole s'estompent et la montée des taux d'intérêt réels a des effets modérateurs. En l'absence d'assainissement budgétaire, le déficit des administrations publiques demeure substantiel, passant à près de 4 % du PIB en 2012, ce qui se traduit par une dégradation persistante de l'endettement public, le passif financier brut des administrations publiques s'alourdissant pour s'établir à environ 70 % du PIB au cours de la même période.

#### *... mais plus lente en Europe*

La croissance de la production potentielle dans la zone euro, de l'ordre de 1¾ pour cent par an, est bien plus lente qu'aux États-Unis, du fait d'une évolution moins favorable de la population d'âge actif et de la productivité du travail. La

40. Les hypothèses concernant l'offre sont formulées selon les méthodes décrites à l'appendice I.1, « Estimations révisées de l'OCDE pour l'offre : l'approche par les services du capital ».

41. On trouvera un commentaire détaillé du cadre utilisé pour établir les prévisions à moyen terme de l'OCDE dans Beffy, P.-O., P. Ollivaud, P. Richardson et F. Sedillot, « Revised OECD Methods for Supply-side and Medium-term Assessments: A Capital Services Approach », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482.



Tableau I.9. Résumé du scénario de référence à moyen terme

*En pourcentage*

	Croissance du PIB réel		Taux d'inflation <sup>1</sup>		Chômage <sup>2</sup>		Balance courante <sup>3</sup>		Taux d'intérêt à long terme	
	2008-2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012	
	Australie	2.9	2.5	2.5	4.7	5.0	-5.3	-3.5	5.7	5.6
Autriche	2.4	1.8	1.5	5.9	4.9	1.8	1.7	4.3	4.5	
Belgique	1.9	1.7	1.5	7.7	7.2	1.4	1.2	4.3	4.5	
Canada	2.6	1.6	1.9	6.2	6.9	3.3	4.3	4.6	4.7	
République tchèque	3.8	3.7	1.9	7.5	8.5	-0.9	0.6	3.9	5.1	
Danemark	1.1	2.6	1.5	3.9	4.8	2.5	2.4	4.4	4.5	
Finlande	1.5	1.7	1.6	7.7	8.0	2.0	0.0	4.3	4.5	
France	2.1	1.2	1.5	9.2	8.8	-2.3	-1.4	4.3	4.5	
Allemagne	2.0	2.1	1.5	8.1	7.3	4.6	4.6	4.2	4.5	
Grèce	3.1	3.1	1.5	9.7	9.7	-7.6	-6.5	4.4	4.5	
Hongrie	3.0	2.9	2.7	7.1	4.9	-7.3	-6.1	6.9	5.8	
Islande	2.4	4.2	2.7	2.2	2.8	-10.4	-6.4	10.5	6.2	
Irlande	3.6	3.0	1.6	4.4	5.0	-0.5	0.2	4.3	4.5	
Italie	1.4	2.2	1.6	7.6	8.1	-2.2	-2.0	4.6	4.6	
Japon	1.2	0.7	0.8	3.5	3.8	5.5	6.0	2.3	3.2	
Corée	4.3	3.2	2.4	3.5	3.5	0.2	-3.6	6.5	5.3	
Luxembourg	4.0	2.0	1.5	5.2	2.9	9.7	9.9	3.8	4.5	
Mexique	4.1	3.3	3.1	3.3	2.4	-1.1	-1.0	6.9	6.6	
Pays-Bas	2.1	1.3	1.7	3.4	3.2	10.1	9.1	4.3	4.5	
Nouvelle-Zélande	2.7	2.8	1.9	4.9	4.4	-8.6	-8.0	5.8	5.6	
Norvège	2.5 <sup>4</sup>	2.6	2.4	3.8	4.1	23.1	24.9	4.8	4.8	
Pologne	4.5	1.7	2.3	15.7	15.0	-1.7	-2.1	4.3	4.9	
Portugal	2.0	1.9	1.5	7.7	4.8	-9.7	-9.0	4.4	4.5	
République slovaque	5.5	2.2	1.5	14.7	13.0	-7.0	-4.7	4.4	4.6	
Espagne	2.5	2.9	2.0	8.6	8.1	-9.8	-9.6	4.2	4.5	
Suède	1.8	2.3	1.9	4.2	5.1	6.7	5.4	4.2	5.2	
Suisse	1.6	1.2	1.1	3.5	2.3	14.2	20.9	3.0	2.8	
Turquie	7.2	3.6	4.5	10.4	8.0	-7.0	-6.3	12.9	8.9	
Royaume-Uni	2.5	2.1	1.9	5.2	5.3	-2.9	-2.9	4.8	4.9	
États-Unis	3.0	2.2	1.5	4.7	4.8	-7.6	-7.9	5.2	5.1	
Zone euro	2.1	2.0	1.6	7.9	7.5	-0.3	-0.2	4.3	4.5	
Total de l'OCDE	2.6	2.0 <sup>5</sup>	1.6 <sup>5</sup>	6.0	5.7	-2.1	-2.2	4.6 <sup>5</sup>	4.8 <sup>5</sup>	

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

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

2. En pourcentage de la population active.

3. En pourcentage du PIB nominal.

4. Incluant le secteur pétrolier.

5. A l'exception de la Turquie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/206252874216>

production étant nettement inférieure au potentiel en 2007, la croissance du PIB devrait être supérieure au potentiel, à hauteur de 2 % par an en moyenne au cours de la période. Le chômage se contracte, son taux structurel reculant à 7½ pour cent, et l'inflation tombe à environ 1½ pour cent par an, étant donné que le choc pétrolier cesse de produire ses effets et que l'offre commence à être nettement excédentaire en 2007. Le déficit budgétaire pour l'ensemble de la zone euro se contracte de 2 % environ du PIB en 2007 à 1½ pour cent en 2012, mais cette baisse est due à l'effet

Tableau I.10. Évolutions budgétaires dans le scénario de référence à moyen terme

En pourcentage du PIB nominal

	Soldes financiers <sup>1</sup>		Engagements financiers nets <sup>2</sup>		Engagements financiers bruts <sup>3</sup>		Dette publique brute (définition de Maastricht) <sup>4</sup>	
	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
Australie	0.5	0.4	-2	-3	14	8	..	..
Autriche	-1.5	-0.6	42	39	69	62	63	56
Belgique	-1.0	-0.8	78	71	91	81	86	76
Canada	1.8	1.6	15	4	58	38	..	..
République tchèque	-3.5	-3.0	3	16	39	43	..	..
Danemark	3.8	2.6	0	-15	36	16	28	9
Finlande	1.9	1.5	-61	-62	50	36	42	28
France	-2.6	-1.9	43	46	75	73	66	64
Allemagne	-2.2	-1.0	61	57	71	66	69	64
Grèce	-3.3	-3.7	90	87	121	110	103	93
Hongrie	-5.8	-4.8	42	47	66	65	..	..
Islande	-0.1	-0.7	9	9	24	21	..	..
Irlande	-0.5	-0.8	9	9	31	26	28	23
Italie	-4.6	-4.5	101	109	123	128	108	113
Japon	-4.7	-6.4	92	112	177	190	..	..
Corée	2.8	2.4	-30	-34	32	12	..	..
Luxembourg	-1.2	-0.1	10	8	10	8	..	..
Pays-Bas	-0.1	0.5	37	30	62	51	52	41
Nouvelle-Zélande	4.0	4.7	-3	-22	25	0	..	..
Norvège	18.5	13.4	-161	-192	49	25	..	..
Pologne	-2.6	-2.6	21	25	57	50	..	..
Portugal	-4.5	-2.5	51	58	77	79	68	71
République slovaque	-1.8	-1.1	-19	-36	32	1	..	..
Espagne	0.9	1.1	26	15	45	30	38	23
Suède	2.2	1.2	-23	-27	49	33	40	25
Suisses	0.2	0.5	20	16	54	45	..	..
Royaume-Uni	-3.2	-2.9	46	51	53	56	49	53
États-Unis	-3.7	-3.9	48	56	65	69	..	..
Zone euro	-2.1	-1.5	56	54	78	72	70	66
Total des pays de l'OCDE ci-dessus	-2.6	-2.7	48	52	79	78	..	..

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

1. Excédent (+) ou déficit (-) budgétaire des administrations publiques en pourcentage du PIB.
2. Comprenant tous les engagements financiers, moins les avoirs financiers, tels qu'ils sont définis par le Système de comptabilité nationale (selon la disponibilité des données) et couvrant le secteur des administrations publiques, qui est une consolidation de l'administration centrale, de l'État et des collectivités locales et du système de sécurité sociale.
3. Comprenant tous les engagements financiers tels qu'ils sont définis par le Système de comptabilité nationale (selon la disponibilité des données) et couvrant le secteur des administrations publiques, qui est une consolidation de l'administration centrale, de l'État et des collectivités locales et du système de sécurité sociale.
4. Les ratios de la dette publique pour 2002 sont basés sur les données de la dette, fournies par Eurostat, et sur les données du PIB fournies par les autorités nationales: leur extrapolation est basée sur les prévisions de l'OCDE pour les engagements financiers bruts des administrations publiques et pour le PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/377076357007>

conjoncturel d'une croissance supérieure au potentiel, et pas à une consolidation structurelle. Dans ces conditions, compte tenu des politiques actuelles, un déficit structurel important persiste en France, en Italie, en Grèce et au Portugal et, dans une moindre mesure, en Allemagne. À l'exception du Royaume-Uni et d'un certain nombre de nouveaux États membres, dont le déficit structurel reste également substantiel au

Tableau I.11. Croissance du PIB potentiel et de ses composantes

Moyennes annuelles, points de pourcentage

	Écart de production	Croissance du PIB potentiel		Croissance de la productivité du travail (PIB par employé)		Croissance de l'emploi potentiel		Composantes de l'emploi potentiel <sup>1</sup>					
								Taux d'activité de la population active potentielle		Population en âge de travailler		Chômage structurel <sup>2</sup>	
		1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011	1998-2007	2006-2011
Australie	-0.1	3.4	2.9	1.7	2.1	1.6	0.8	0.1	0.0	1.3	0.8	0.2	0.0
Autriche	-2.0	2.3	2.0	1.6	1.7	0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	0.2	0.0	0.0
Belgique	-0.2	1.9	1.8	1.3	1.7	0.6	0.1	0.3	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
Canada	0.3	3.0	2.5	1.4	1.9	1.6	0.6	0.3	0.0	1.2	0.7	0.1	0.0
Danemark	1.5	1.7	1.4	1.7	1.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
Finlande	1.1	2.5	1.7	2.2	2.3	0.3	-0.6	0.0	-0.3	0.2	-0.3	0.2	0.0
France	-1.4	2.0	1.8	1.4	1.8	0.6	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0
Allemagne	-1.5	1.5	1.7	1.2	1.6	0.2	0.1	0.5	0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.0
Grèce	0.8	3.9	3.3	3.0	2.9	0.8	0.3	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.0
Islande	1.2	3.6	2.6	2.7	1.8	0.9	0.8	0.0	0.0	0.9	0.8	0.0	0.0
Irlande	0.6	5.3	3.7	2.2	2.0	3.0	1.6	0.7	0.4	2.0	1.2	0.2	0.0
Italie	-1.3	1.3	1.1	0.8	1.3	0.4	-0.2	0.4	0.2	-0.1	-0.4	0.2	0.0
Japon	1.2	1.5	1.4	1.8	2.2	-0.3	-0.7	0.2	0.2	-0.5	-0.9	0.0	0.0
Pays-bas	-1.3	1.8	1.8	1.2	1.5	0.6	0.3	0.2	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0
Nouvelle-Zélande	-1.4	3.2	2.4	1.1	1.7	2.0	0.7	0.3	0.0	1.4	0.6	0.3	0.0
Norvège <sup>3</sup>	1.0	2.9	2.6	2.1	2.1	0.9	0.4	0.0	0.0	0.9	0.4	0.0	0.0
Espagne	-0.3	3.2	2.5	0.4	1.2	2.8	1.3	0.8	0.2	1.7	1.0	0.4	0.1
Suède	1.8	2.5	2.2	2.2	2.2	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.6	0.0	-0.1	0.0
Suisse	0.1	1.5	1.7	0.7	1.4	0.8	0.3	0.1	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
Royaume-Uni	-0.4	2.7	2.4	1.9	2.1	0.8	0.3	0.0	0.0	0.7	0.3	0.0	0.0
États-Unis	0.5	3.0	3.1	2.3	2.1	0.7	1.0	-0.5	-0.1	1.2	1.1	0.0	0.0
Zone euro	-1.2	1.9	1.8	1.2	1.6	0.8	0.1	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
Total des pays de l'OCDE ci-dessus	0.0	2.4	2.4	1.7	1.9	0.7	0.4	0.1	0.0	0.8	0.6	0.0	0.0

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

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

3. Excluant le secteur pétrolier.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.

StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/037117651058>

cours de la période, le budget de la plupart des autres pays de l'Union européenne évolue régulièrement vers l'équilibre ou reste excédentaire.

La croissance potentielle de la production au Japon devrait légèrement s'affaiblir au cours de la période, de 1½ pour cent en 2007 à moins de 1¼ pour cent en 2012, sous l'effet du vieillissement de la population, qui fait plus que compenser l'amélioration prévue de la productivité tendancielle du travail, dans un contexte de rationalisation du capital. L'économie japonaise fonctionnant un peu au-dessus de son

*Pour le Japon, la croissance se ralentit en fonction du potentiel*

## Encadré I.7. Hypothèses du scénario de référence à moyen terme

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

- L'écart entre la production effective et la production potentielle est éliminé en 2012 dans tous les pays de l'OCDE.
- Le chômage revient à son taux structurel estimé (le NAIRU) en 2012 dans tous les pays de l'OCDE<sup>1</sup>.
- Les prix des produits de base restent inchangés en termes réels, sauf pour les prix du pétrole, qui sont censés rester inchangés à 70 \$ le baril (brut de Brent).
- Les taux de change restent inchangés en termes nominaux.
- Les politiques monétaires visent à maintenir ou à ramener l'inflation à un niveau conforme aux objectifs à moyen terme.

- Les politiques budgétaires sont censées rester pratiquement inchangées (le solde budgétaire primaire corrigé des fluctuations conjoncturelle se maintenant à peu près au même niveau d'une année sur l'autre),<sup>2</sup> sous réserve de l'évaluation, par le Secrétariat, des effets spécifiques découlant des mesures actuellement adoptées dans le domaine de la fiscalité et des dépenses.

Le scénario de référence à moyen terme a essentiellement pour but d'offrir une base de comparaison avec d'autres scénarios reposant sur d'autres hypothèses et de faire apparaître comment les déséquilibres et tensions possibles dans l'économie mondiale pourraient s'accroître ou s'atténuer à moyen terme. Le scénario de référence à moyen terme ne se prononce pas précisément sur la nature ou le calendrier des évolutions conjoncturelles futures.

1. En ce qui concerne le concept de taux de chômage structurel et l'évaluation de ce taux, voir le chapitre V, « Révision des indicateurs du chômage structurel de l'OCDE », *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 68, décembre 2000.

2. Cela veut dire implicitement que les autorités prennent des mesures pour compenser l'évolution sous-jacente des soldes structurels primaires.

potentiel en 2007, la croissance du PIB devrait se ralentir à moyen terme à moins de 1 % par an en 2012, la hausse des prix à la consommation restant positive, à environ ¾ pour cent, au cours de la majeure partie de la période. Le déficit des administrations publiques devrait se dégrader nettement à moyen terme, en passant de 4¾ pour cent du PIB en 2007 à environ 6½ pour cent en 2012 ; cela alourdira le passif brut du secteur public, qui atteindra environ 190 % du PIB en 2012. Cette dégradation est largement structurelle ; elle tient à une hausse des dépenses liées au vieillissement, malgré les relèvements des cotisations de sécurité sociale qui sont censés intervenir au cours de la période.

*Le commerce mondial reste solide, mais les balances courantes ne s'ajustent pas*

Dans un contexte de croissance assez robuste pour l'ensemble de la zone, le commerce mondial devrait se développer régulièrement à un rythme de l'ordre de 9 % par an à moyen terme. Ce rythme est légèrement supérieur à la moyenne des années 90, la croissance restant solide en Chine et dans les économies dynamiques d'Asie. Pour l'ensemble de la zone de l'OCDE, le déficit des opérations courantes demeure assez stable, à environ 2 % du PIB, mais étant donné que les taux de change nominaux n'évoluent pratiquement pas et qu'il n'y a pas de profonds changements en ce qui concerne la croissance potentielle, l'ouverture aux échanges ou le comportement d'épargne, les déséquilibres régionaux ne s'ajustent guère. Pour la zone euro, la balance des opérations courantes reste proche de l'équilibre. Le déficit de la balance courante des États-Unis devrait perdurer, en passant à près de 8 % du PIB en 2012, sous l'effet d'une désépargne publique persistante et d'une faible évolution de l'épargne du secteur privé. Cela est compensé en partie par la persistance d'un excédent important pour le Japon, atteignant 6 % du PIB, et par un excédent en hausse modérée pour un certain nombre de petits pays.

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

### 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

### N° 71, juin 2002

Conséquences économiques du terrorisme  
Les changements en cours du cycle économique  
Échanges intra-branche et intra-groupe et internationalisation de la production  
Productivité et innovation : incidence des politiques sur les marchés du travail et des produits  
Instabilité des marchés de change et taxes sur les opérations financières

# DÉPARTEMENT DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Des informations sur les publications et les études récentes du Département des affaires économiques sont disponibles sur le site Web de l'OCDE à partir de [www.oecd.org/eco-fr](http://www.oecd.org/eco-fr). Ce site propose la série complète des *Documents de travail du Département des affaires économiques* ([www.oecd.org/eco/DocumentsDeTravail](http://www.oecd.org/eco/DocumentsDeTravail)), disponibles gratuitement, ainsi que les résumés des éditions récentes de la série des *Études économiques de l'OCDE* ([www.oecd.org/eco/EtudesEconomiqes](http://www.oecd.org/eco/EtudesEconomiqes)) et des *Perspectives économiques de l'OCDE* ([www.oecd.org/PerspectivesEconomiqes](http://www.oecd.org/PerspectivesEconomiqes)).

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

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

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

<http://new.SourceOCDE.org/periodique/perspectiveseconomiqesocde>

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

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

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

# TABLE DES MATIÈRES

<b>Éditorial : Une croissance toujours vigoureuse dans l'ensemble, mais vulnérable</b> .....	vii
<b>I. Évaluation générale de la situation macroéconomique</b> .....	1
Aperçu général.....	1
L'expansion s'intensifie.....	2
Mais les tensions continuent de s'accumuler.....	7
Des perspectives encore assez favorables.....	21
Les enjeux de la politique macroéconomique.....	27
Appendice I.1 : Estimations révisées de l'OCDE pour l'offre : l'approche par les services du capital.....	39
Appendice I.2 : Le scénario de référence à moyen terme .....	48
<b>II. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres</b> .....	53
États-Unis.....	53
Japon .....	58
Zone euro .....	63
Allemagne.....	68
France.....	73
Italie.....	78
Royaume-Uni .....	83
Canada.....	88
Australie.....	93
Autriche.....	96
Belgique.....	99
Corée.....	101
Danemark .....	104
Espagne.....	107
Finlande.....	110
Grèce.....	113
Hongrie.....	116
Irlande.....	119
Islande.....	122
Luxembourg.....	125
Mexique.....	128
Norvège.....	131
Nouvelle-Zélande.....	134
Pays-Bas .....	137
Pologne.....	140
Portugal .....	143
République slovaque.....	146
République tchèque.....	149
Suède.....	152
Suisse.....	155
Turquie .....	158
Brésil .....	161
Chine .....	165
Inde.....	169
Fédération de Russie.....	173
<b>III. Les pressions budgétaires à prévoir pour les dépenses relatives aux soins de santé et aux soins de longue durée</b> .....	177
Appendice : Politiques de maîtrise des coûts dans les pays de l'OCDE : vue d'ensemble.....	188
<b>Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des <i>Perspectives économiques de l'OCDE</i></b> .....	191
<b>Annexe statistique</b> .....	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
<b>Encadrés</b>	
I.1. L'investissement des entreprises a-t-il été insuffisant au cours de ce cycle ?.....	4
I.2. Pourquoi les taux obligataires sont-ils si faibles ?.....	16
I.3. La hausse des prix des logements touche-t-elle à son terme ? .....	19
I.4. Hypothèses de politique économique et autres sous-tendant les prévisions .....	24
I.5. Comment l'inflation est-elle influencée par la mondialisation ?.....	29
I.6. Comment la politique budgétaire a-t-elle contribué à stabiliser les fluctuations conjoncturelles ? .....	35
I.7. Hypothèses du scénario de référence à moyen terme.....	52
III.1. Hypothèses exogènes sur lesquelles reposent les prévisions.....	180

## Tableaux

I.1. La croissance devrait continuer .....	1
I.2. Les salaires réels sont en retard sur la productivité .....	3
I.3. Le marché du travail s'améliore .....	6
I.4. Forte croissance pour le premier semestre de 2006.....	22
I.5. La croissance du commerce mondial reste soutenue et les déséquilibres extérieurs se creusent .....	23
I.6. La reprise s'élargit .....	25
I.7. La consolidation budgétaire demeure insuffisante .....	34
I.8. Décomposition de la croissance tendancielle avec la méthode révisée .....	47
I.9. Résumé du scénario de référence à moyen terme.....	49
I.10. Évolutions budgétaires dans le scénario de référence à moyen terme .....	50
I.11. Croissance du PIB potentiel et de ses composantes .....	51
III.1. Résumé des prévisions relatives aux dépenses publiques au titre des soins de santé et soins de longue durée.....	178
III.2. Décomposition des prévisions relatives au PIB par habitant.....	181

## Graphiques

I.1. L'expansion est devenue plus équilibrée.....	3
I.2. Les marchés de l'énergie sont tendus .....	8
I.3. Les importations des producteurs de pétrole sont en retard sur leurs exportations .....	10
I.4. Les déséquilibres des comptes courants s'aggravent et les réserves officielles explosent.....	12
I.5. Les conditions financières restent souples.....	15
I.6. La confiance des entreprises s'améliore.....	21
I.7. La plupart des taux directeurs remontent .....	27
I.8. Le lien entre demande locale et inflation se distend.....	28
I.9. Les déterminants de l'inflation sous-jacente .....	31
I.10. L'inflation globale et sous-jacente convergent.....	32
I.11. Les objectifs budgétaires évoluent continuellement.....	37
I.12. Croissance potentielle et écart de production pour l'ensemble de l'économie .....	41
III.1. Accroissement total des dépenses au titre des soins de santé et de longue durée par pays, 2005-2050.....	179
III.2. Effets des variables démographiques sur les dépenses au titre des soins de santé.....	182
III.3. Effets des variables démographiques sur les dépenses au titre des soins de longue durée .....	182



**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

	2005	2006	2007	2006		2007				Quatrième trimestre			
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2005	2006	2007
Pourcentage													
<b>Croissance du PIB en volume</b>													
États-Unis	3.5	3.6	3.1	4.0	3.4	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	3.2	3.9	3.0
Japon	2.7	2.8	2.2	2.7	2.4	2.5	2.1	2.1	2.2	2.0	4.3	2.2	2.1
Zone euro	1.4	2.2	2.1	2.2	2.3	2.2	1.7	2.3	2.4	2.4	1.8	2.3	2.2
OCDE total	2.8	3.1	2.9	3.3	3.0	2.9	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9
<b>Inflation</b>													
États-Unis	2.8	3.0	2.3	3.0	2.0	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	3.1	2.6	2.3
Japon	-1.3	-0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	-1.7	0.1	0.6
Zone euro	1.7	1.6	2.0	1.4	1.6	1.5	2.5	2.1	2.1	2.0	1.9	1.3	2.2
OCDE total	2.0	2.2	2.0	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0
<b>Taux de chômage</b>													
États-Unis	5.1	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	5.0	4.7	4.8
Japon	4.4	4.0	3.5	4.1	3.9	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3	4.5	3.8	3.3
Zone euro	8.6	8.2	7.9	8.2	8.1	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	8.4	8.2	7.8
OCDE total	6.5	6.2	6.0	6.2	6.1	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9	6.4	6.1	5.9
<b>Croissance du commerce mondial</b>	7.5	9.3	9.1	7.8	8.5	8.9	9.3	9.4	9.5	9.5	8.3	8.9	9.4
<b>Balance courante</b>													
États-Unis	-6.4	-7.2	-7.6										
Japon	3.6	4.3	5.5										
Zone euro	-0.2	-0.4	-0.3										
OCDE total	-1.9	-2.1	-2.1										
<b>Solde corrigé des variations cycliques</b>													
États-Unis	-3.7	-3.7	-3.9										
Japon	-4.9	-5.3	-5.2										
Zone euro	-1.6	-1.6	-1.5										
OCDE total	-2.7	-2.8	-2.8										
<b>Taux d'intérêt à court terme</b>													
États-Unis	3.5	5.1	5.1	5.0	5.2	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	4.3	5.3	5.0
Japon	0.0	0.1	0.7	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.9	1.1	0.0	0.1	1.1
Zone euro	2.2	2.7	3.4	2.6	2.7	2.9	3.2	3.4	3.5	3.7	2.3	2.9	3.7

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.

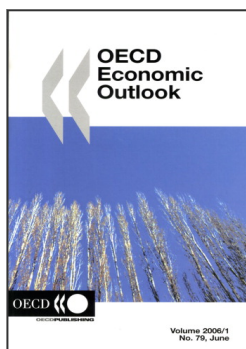
Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 4 mai 2006 ; en particulier 1 dollar = 113.50 yen et 0.79 euros.

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 17 mai 2006.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 79.



Extrait de :  
**OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 1**

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2006-1-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-1-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2006), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 1*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2006-1-3-fr](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-1-3-fr)

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

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

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto: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](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).