

**OECD Economic Outlook No. 79: Analyses and Projections - June -  
Volume 2006 Issue 1**

*Summary in French*

**Perspectives économiques de l'OCDE N° 79 : Juin - Volume 2006  
Issue 1**

*Résumé en français*

**UNE CROISSANCE TOUJOURS VIGOUREUSE DANS L'ENSEMBLE, MAIS  
VULNÉRABLE**

Par Jean-Philippe Cotis, chef économiste

Depuis la publication de nos dernières *Perspectives*, l'économie mondiale a confirmé sa capacité à traverser sans encombre, ni ralentissement marqué, les périodes de turbulences. Les économies d'Asie ont poursuivi leur course qu'il s'agisse de la Chine, avec une croissance à deux chiffres, ou de l'Inde. Après des années de morosité et de pressions déflationnistes, le Japon est désormais engagé sur une voie nouvelle, où consommation vigoureuse et revenus du travail en hausse se conjuguent désormais au dynamisme des exportations et de l'investissement pour soutenir la croissance. Aux États-Unis, les ouragans n'ont affaibli que de manière transitoire l'activité économique, qui a rebondi dès le début 2006.

En Europe continentale, l'activité a de nouveau faibli en fin d'année dans la foulée des hausses de prix énergétiques, mais a accéléré début 2006.

Plus avant, les enquêtes auprès des ménages et des entreprises suggèrent qu'à court terme les perspectives de croissance pourraient converger au sein de l'OCDE. La zone euro croîtrait à un rythme légèrement supérieur à sa tendance au cours des prochains mois, de même que le Japon et les États-Unis.

Après une série de reprises avortées, une expansion s'élargissant à la consommation n'a jamais paru aussi probable en Allemagne depuis la fin des années 90. De fait, les enquêtes auprès des entreprises suggèrent que leur confiance est d'ores et déjà largement supérieure à sa moyenne historique dans des secteurs tirés par la demande intérieure tels que la construction et le commerce de détail, et s'améliore progressivement dans les services.

Plus tard dans l'année, les conjonctures pourraient néanmoins diverger. Aux États-Unis, le resserrement passé de la politique monétaire a créé les conditions d'un atterrissage en douceur, tandis qu'en Europe une croissance supérieure à la tendance permettrait de commencer à résorber très progressivement l'insuffisance de demande globale. Dans un contexte où l'incertitude demeure quant à la faisabilité politique et la portée des réformes économiques, la reprise de l'investissement en Europe resterait modeste, et le dynamisme de la consommation des ménages serait affecté dans une certaine mesure par la forte hausse du taux de TVA en Allemagne. D'ici la fin 2007, l'insuffisance de demande serait plus que résorbée au Japon et aux États-Unis, mais elle resterait forte en Europe, continuant ainsi à exercer des pressions désinflationnistes.

Dans ce scénario, fondé sur un prix du pétrole tournant autour de 70\$ le baril, les perspectives d'inflation resteraient relativement bénignes. L'inflation atteindrait 1% au Japon en début d'année prochaine et se stabiliserait par la suite, tandis qu'elle passerait sous le seuil des 2% en zone euro au même horizon – si l'on fait abstraction de la hausse de TVA en Allemagne. Aux États-Unis cependant, où l'inflation avait atteint un niveau nettement plus élevé en fin d'année dernière, la désinflation prendrait un peu plus de temps.

Les risques entourant ce scénario se sont plutôt accentués récemment, qu'il s'agisse de déséquilibres de balances courantes, de taux d'intérêt à long terme ou de prix de l'immobilier. En outre, les perspectives d'inflation et de croissance pourraient être fortement affectées par de brusques variations des prix du pétrole et des matières premières.

Au cours de ces dernières années, les déséquilibres de balances courantes se sont accentués. C'est ainsi qu'au sein de l'Union monétaire européenne, l'excédent allemand avoisinerait les 4½ pour cent du PIB en 2007 et le déficit espagnol les 10%. Il en a été de même hors d'Europe où les excédents de balances courantes japonais et chinois pourraient atteindre 5½ à 6% du PIB en 2007, alors que le déficit américain excéderait les 7½ pour cent.

Il a été souligné à maintes reprises que ces déséquilibres sont insoutenables à long terme, et que s'ils reflètent l'orientation des capitaux vers les meilleures opportunités disponibles à l'échelle mondiale, ils renvoient aussi dans une large mesure à des dysfonctionnements en matière de politiques budgétaires, structurelles et de change. Une résorption brutale de ces déséquilibres affecterait sans doute l'économie globale, et vraisemblablement en premier lieu les zones les moins « résilientes », dont la zone euro.

L'engagement pris un peu tardivement par la communauté internationale de mettre en oeuvre les politiques susceptibles de minimiser l'éventualité et le coût d'un brusque dénouement des déséquilibres de balances courantes est donc le bienvenu. Cependant, comme l'illustrent ces *Perspectives*, il n'est pas certain que les changements de politiques domestiques requis afin d'éviter un tel scénario du pire seront mis en oeuvre dans un avenir prévisible.

Les risques que font peser les niveaux élevés, voire excessifs, des prix de l'immobilier en matière de stabilité économique et financière ne doivent pas non plus être sous-estimés, même si le refroidissement récent des marchés immobiliers australien et britannique suggère que ces risques sont gérables sur le plan macroéconomique et qu'un

atterrissage en douceur demeure vraisemblable. Néanmoins, les prix de l'immobilier ont continué de croître rapidement en termes réels au cours des trimestres récents, alors même que ce cycle de hausse était d'ores et déjà le plus long depuis les années 70. Le risque d'une surévaluation des prix immobiliers pourrait en outre s'accroître avec la remontée des taux d'intérêt à long terme.

L'analyse économétrique présentée dans ces *Perspectives* montre que si les prix de l'immobilier venaient à augmenter en 2006 au même rythme que l'année dernière et les taux d'intérêt à long terme à poursuivre leur hausse des derniers mois, plusieurs grands pays (États-Unis, France, Espagne) seraient exposés à un risque élevé de retournement du marché immobilier.

Les pays de l'OCDE auront sans doute aussi à faire face aux conséquences complexes de « l'inflation importée ». L'intégration au commerce international d'économies industrielles à bas coût telles que la Chine a indubitablement exercé des pressions désinflationnistes bénéfiques, évaluées ici à 0.3 point de pourcentage par an pour la zone euro au cours des cinq dernières années et à 0.1 point de pourcentage pour les États-Unis. Mais parallèlement, la possibilité que la globalisation ait induit un choc haussier sur les prix du pétrole et des matières premières, non seulement en niveau mais aussi en tendance, n'est plus une simple curiosité théorique. Elle constitue désormais, bien au contraire, une préoccupation concrète pour les décideurs de politique économique. En effet, l'expérience des trois dernières années tend à suggérer que les pressions haussières sur les prix de matières premières sont susceptibles d'outrepasser largement les pressions baissières induites par les importations de produits manufacturés à bas coût. Ce risque inflationniste serait encore plus prononcé si les pressions protectionnistes venaient à s'accumuler par ailleurs.

Les incertitudes relatives aux sources des récentes hausses de prix du pétrole et des matières premières viennent compliquer la tâche des banques centrales dès lors qu'il existe un risque que nous soyons confrontés à un choc d'inflation importée prolongé plutôt que temporaire alors même que les hausses passées pourraient n'avoir pas encore été entièrement répercutées dans les prix de consommation.

Pour les économies déjà proches du plein emploi, telles que les États-Unis, l'éventualité d'un choc d'inflation importée persistant, combinée à une révision à la hausse des anticipations inflationnistes, pourrait faire pencher la balance en faveur d'une poursuite du resserrement monétaire. Pour la zone euro, où les salaires et les coûts salariaux unitaires n'augmentent que lentement, le point de départ est une situation dans laquelle l'insuffisance de demande reste substantielle et constitue ainsi une source permanente de désinflation. Pour autant, si les pressions haussières sur les prix de matières premières persistent et les signes d'amplification de la reprise s'accumulent, il devient alors objectivement nécessaire de resserrer la politique monétaire. Le rythme d'un tel resserrement devrait alors être conditionné par des signes tangibles que le retard de demande est en voie de résorption. Ce que les statistiques récentes de croissance pour le premier trimestre ne permettent pas encore tout à fait de confirmer.

Dans le domaine de la politique budgétaire, peu de mesures ont été prises récemment alors même que les pressions liées au vieillissement démographique s'accumulent. Il en va de même des pressions liées aux dépenses de santé et de soins de longue durée, discutées en détail dans le chapitre spécial de ces *Perspectives*, pressions qui ne sont que

partiellement liées au vieillissement et s'avèrent même dans certains cas plus fortes que celles associées aux régimes de retraite. Il y a donc urgence à consolider les finances publiques non seulement pour en restaurer la soutenabilité mais également pour recouvrer, en prévision du prochain retournement de conjoncture, les marges de manoeuvre dilapidées au sommet du cycle précédent lorsque, dans un certain nombre de pays d'Europe continentale, les autorités budgétaires ont exacerbé les tensions sur les capacités de production en procédant à la fois à des réductions d'impôts et à des augmentations de dépense. En théorie, la politique budgétaire est sensée atténuer les fluctuations cycliques et répartir équitablement le fardeau fiscal entre générations. Elle a aussi vocation à faciliter la réallocation des ressources en vue de maximiser le bien-être de la société. Hélas, c'est à l'inverse que l'on a assisté dans de nombreux pays. Parce qu'elle exacerbe aujourd'hui les problèmes plus souvent qu'elle ne les résout, la politique budgétaire semble désormais constituer une difficulté de plus plutôt qu'un moyen d'action utile. Mettre à profit une conjoncture favorable pour retrouver la maîtrise de cet instrument perdu est donc plus que jamais nécessaire.

Since we published our last *Outlook*, the world economy has once more confirmed its ability to withstand shocks and maintain momentum. Asia has forged ahead, with China enjoying double-digit expansion and India growing very rapidly as well. After years of deflationary weakness, Japan has embarked on a new path, with personal consumption and labour income joining exports and business investment as the main drivers of growth. In the United States, hurricanes had a damaging but only transient impact on activity, which was already bouncing back early in 2006. In Continental Europe, activity weakened again late last year, partly reacting to rising oil prices, but accelerated in early 2006.

Looking forward, business and consumer surveys suggest growth prospects across the OECD may be converging in the very near term. The euro area would grow slightly above trend over the next few months, as would Japan and the United States. After several aborted upswings, the likelihood of a broader-based recovery, extending to consumer demand, now taking hold in Germany, is at its highest level since the late 1990s. Indeed, business surveys now suggest that confidence in domestic demand-driven sectors such as construction and retail trade is well above average, while it is progressively building up in services.

Later in the year cyclical developments are likely to diverge, however. In the United States, past monetary tightening has created the conditions for a soft landing, while in Europe above-trend growth would allow for a very gradual resorption of economic slack. In a context where uncertainty prevails about the political feasibility and scope of economic reforms, the recovery of investment in Europe would remain rather subdued, while the upswing in consumer demand will be somewhat dented by a sizeable VAT hike in Germany. By end-2007, economic slack will have been more than eliminated in Japan and North America but ample excess supply would still persist in Europe, continuing to exert disinflationary pressure.

In this scenario, based on oil prices stabilising around \$70 per barrel, inflation prospects would remain relatively benign. Inflation in Japan would reach 1% early next year and stabilise thereafter, while euro area inflation – abstracting from the German VAT hike – would ease to below the 2% threshold at approximately the same horizon. In the United States, however, where inflation peaked at a much higher level late last year, disinflation would take a bit longer.

If anything, the risks surrounding this scenario have increased as regards current account imbalances, long-term interest rates and house prices, while the inflation and activity outlook could be significantly affected by abrupt changes in oil and commodity prices.

In recent years, current account imbalances have tended to widen. This has been the case in Europe's single currency area, where, in 2007, Germany's surplus would approach 4½ per cent of GDP and Spain's deficit 10%. More obviously, it has been the case globally, with current account surpluses in China and Japan headed for 5½ to 6% of GDP in 2007, while the US deficit would exceed 7½ per cent.

It has been said time and again that such imbalances are unsustainable in the long run and may not only reflect the free movement of capital towards the best investment opportunities worldwide, but also to a large extent underlying failures in the area of fiscal, structural and exchange rate policies. A brutal unfolding of such imbalances would hurt the world economy, with perhaps the largest output losses concentrated in the least "resilient" regions, not least the euro area. The stronger if somewhat belated commitment from the international community to put in place policies to reduce the risk and cost of an abrupt unwinding of current account imbalances is therefore welcome. As documented in this *Economic Outlook*, it is unclear, however, whether the needed changes in domestic policies required to avert worstcase scenarios would come into place in the foreseeable future.

The risks posed by high and in places inflated house prices to financial and economic stability should not be overlooked either, although the recent cooling off in the UK and Australian housing markets suggests that they may be manageable from a macroeconomic perspective with good chances for a soft landing. Nonetheless, real house prices have recently kept growing rapidly, or even accelerated in many countries, while the ongoing upswing was already the largest of its kind since the 1970s. The risk of housing being overpriced may rise as long-term interest rates move up. Econometric analysis reported in this *Outlook* suggests that, should house prices continue to rise in 2006 at the speed they did last year and long-run rates to increase as they have in recent months, several large countries (United States, France, Spain) would be at risk of a downturn in house prices.

OECD countries may also have to grapple with the complex consequences of globalisation on "imported inflation". On the one hand, the integration in international trade of low-cost manufacturing economies such as China has undoubtedly had a welcome disinflationary influence, evaluated here at 0.3 percentage point a year for the euro area over the past five years and at 0.1 percentage point for the United States. On the other hand, the possibility that globalisation has not just brought about a level shift in oil and commodity prices, but rather a prolonged upward trend, is now becoming less of an intellectual curiosity and more of a practical concern for policymakers. Indeed, experience over the past three years suggests that commodity price pressures may

significantly outweigh the disinflationary influence of low-cost manufacturing imports. This may be even more so going forward if protectionist pressures were to intensify.

Uncertainties about the underlying forces driving the recent increases in oil and commodity prices may complicate the task of central bankers since there is a risk that we may be facing a more permanent inflation shock rather than an ephemeral blip and that earlier rises may not yet have been fully passed through to the retail level.

For economies already close to full employment, such as the United States, the possibility of a prolonged imported inflation shock, coupled with an upward drift in inflation expectations, may tilt the balance towards further tightening. For the euro area, where wages and unit labour costs are increasing slowly, the starting point is one where slack is substantial and thus a source of falling inflation. At the same time, if commodity price pressures persist and as evidence builds up that the recovery is firming, the need for monetary tightening should become clearer. Its actual pace, however, should be conditional on unambiguous signs that economic slack is shrinking, which hard data is not as yet confirming.

On the fiscal front, little action has been witnessed for some time now, even though the pressures associated with ageing populations are building up. So are those stemming from health and long-term care spending, documented in detail in this *Outlook's* special chapter, which are only partly linked to ageing and in some cases are even larger than pension-related pressures. Fiscal consolidation is urgent not just to restore public finance sustainability but also to recover, ahead of the next downswing, the room for manoeuvre that was squandered at the peak of the previous cycle when, in a number of Continental European countries, fiscal authorities exacerbated the upswing by both cutting taxes and increasing spending. In theory, fiscal policy is supposed to help mitigate the vagaries of the business cycle and smooth the tax burden across generations. It is also supposed to reallocate resources in a way that increases the well-being of societies. Alas, in many countries fiscal policy is doing exactly the opposite. Because it often exacerbates problems instead of alleviating them, fiscal policy increasingly turns out to be a problem rather than a useful instrument. Regaining control in the good times is thus urgently needed.

© OCDE 2006

La reproduction de ce résumé est autorisée à condition que le copyright de l'OCDE et le titre de la publication originale soient mentionnés.

**Les résumés multilingues sont des traductions d'extraits de publications de l'OCDE dont les versions originales sont publiées en anglais et en français**

**Ils sont disponibles gratuitement sur le site de la librairie en ligne de l'OCDE [www.oecd.org/bookshop/](http://www.oecd.org/bookshop/)**

Pour obtenir des informations complémentaires, contactez l'Unité Droits et Traductions,  
Direction des relations extérieures et de la communication.

[rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org)

Télécopie : +33 (0)1 45 24 13 91

OCDE/Unité Droits et Traductions (PAC)  
2 rue André-Pascal  
75116 Paris  
France

Visitez notre site : [www.oecd.org/rights/](http://www.oecd.org/rights/)

