

Chapitre 1

ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Introduction

Huit ans après la crise financière, la reprise demeure faible et continue à décevoir. Le PIB mondial devrait s'établir à 3 % en 2016, identique par rapport à l'exercice précédent, et connaître une amélioration modeste seulement en 2017. De même, la croissance des échanges mondiaux demeure très faible. La croissance s'est essoufflée dans de nombreuses économies de marché émergentes dont certaines, en particulier les pays producteurs de produits de base, ont connu une forte récession. Le redressement dans les économies avancées demeure modeste, la croissance étant freinée par la lente progression des salaires et un investissement en demi-teinte. La faiblesse des prix des produits de base et les politiques monétaires accommodantes menées continuent de soutenir de nombreuses économies, même si elles s'accompagnent d'épisodes de durcissement et de volatilité des conditions financières, notamment en début d'année. Tout cela débouche sur des taux de croissance nettement plus faibles qu'on ne l'anticipait voilà quelques années, et nettement inférieurs à la norme d'avant la crise. En outre, une telle période prolongée de croissance lente a dégradé le potentiel à long terme des économies du côté de l'offre, en raison des effets stigmatisants du chômage de longue durée, des pertes d'investissement et de l'impact négatif de la faible croissance des échanges sur la productivité.

Des risques d'instabilité financière persistent également. La dette du secteur privé pèse lourd sur les économies de marché émergentes, qui demeurent vulnérables aux sorties de capitaux et à une croissance plus faible que prévu. Les risques tiennent également aux difficultés de certains pays à décider de réponses efficaces aux enjeux politiques qui se posent. En Europe, ces enjeux concernent l'afflux de réfugiés et l'impopularité des mesures d'austérité dans de nombreux pays. Le référendum britannique sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne a d'ores et déjà soulevé des incertitudes et une sortie aurait pour effet de déprimer considérablement la croissance en Europe et ailleurs. En Chine, le risque d'un brusque repli à court terme de la croissance a quelque peu diminué sous l'effet de la politique de relance, mais les choix faits vont probablement ralentir le processus de rééquilibrage et exacerber les risques financiers, ajoutant aux difficultés à plus long terme.

Pour rompre avec ce faible taux de croissance économique mondiale, il est nécessaire d'adopter des politiques nationales globales incorporant une hiérarchisation des priorités budgétaires, conjuguées à une relance ambitieuse des politiques structurelles et à des politiques monétaires accommodantes. Il est clair que les résultats obtenus en s'en remettant exclusivement à la politique monétaire ne sont pas satisfaisants en termes de croissance et d'inflation. Un nouvel assouplissement monétaire pourrait se révéler maintenant moins efficace que par le passé, voire contreproductif dans certaines circonstances. De nombreux pays disposent d'une marge de manœuvre budgétaire pour renforcer l'activité grâce à l'investissement public et suivre en cela l'exemple de la Chine et du Canada, notamment parce que la faiblesse des taux d'intérêt à long terme leur a donné effectivement plus de latitude budgétaire, du moins temporairement. La quasi-totalité des

pays ont la possibilité de réaffecter la dépense publique à des postes budgétaires davantage porteurs de croissance. Une action collective dans plusieurs économies pour accroître les investissements publics dans des projets soigneusement sélectionnés, à fort impact sur la croissance, permettrait de stimuler la demande sans compromettre la viabilité budgétaire. En outre, des initiatives collectives, visant à redonner un nouveau souffle aux réformes structurelles, auraient pour effet d'améliorer la productivité, l'allocation des ressources et l'impact des politiques macroéconomiques de soutien. Compte tenu de la faiblesse de l'économie mondiale avec, en toile de fond, des inégalités de revenu croissantes dans bon nombre de pays, les réformes structurelles devront se concentrer sur les bénéfices potentiels à court terme pour la demande ainsi que sur des mesures destinées à améliorer à long terme l'emploi, la croissance de la productivité et l'inclusion, qui sont examinées dans le chapitre 2.

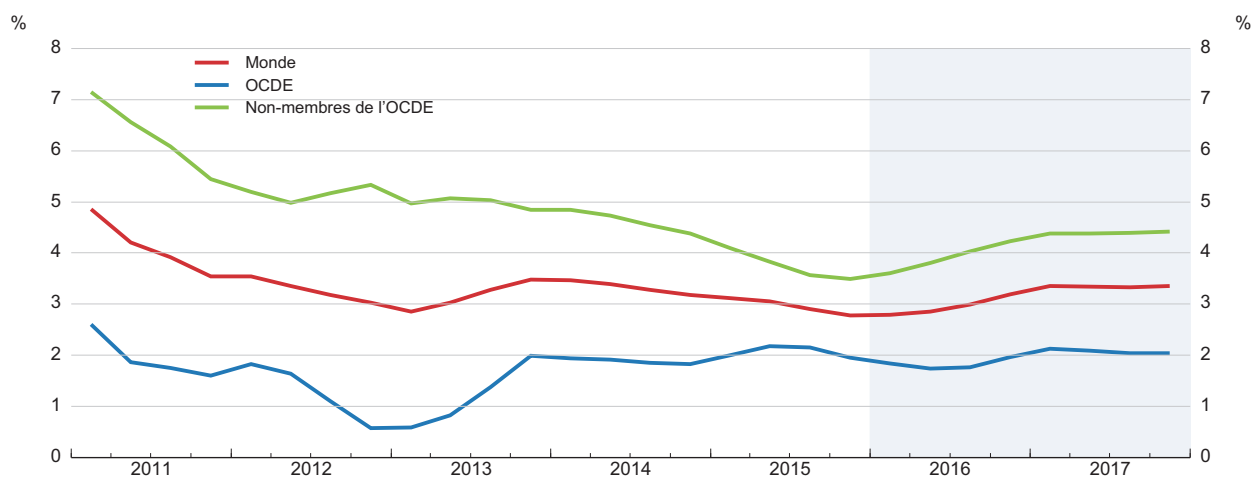
Perspectives économiques et risques

La reprise devrait rester lente

La croissance du PIB mondial demeure modérée (graphique 1.1). Celle-ci s'explique par l'atonie de la demande globale combinée à la faiblesse de la dynamique sous-jacente de l'offre, avec une croissance en berne de l'investissement, des échanges et de la productivité et un essoufflement des réformes. La mollesse de la demande intérieure des derniers mois dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis, a accentué les pressions découlant du ralentissement de la croissance dans de nombreuses économies émergentes. Des mesures de relance aident à maintenir la demande en Chine, mais une récession profonde perdure au Brésil et en Russie. La croissance des échanges mondiaux est de nouveau faible cette année (graphique 1.2), puisqu'elle été très limitée voire nulle au premier trimestre, en particulier dans nombre d'économies asiatiques, ce qui est cohérent avec le tassement des carnets de commandes observé récemment dans les enquêtes sur l'activité mondiale. Quoique s'affermissant depuis peu, les prix des produits de base

Graphique 1.1. La croissance du PIB mondial devrait rester faible

Pourcentage de variation en glissement annuel

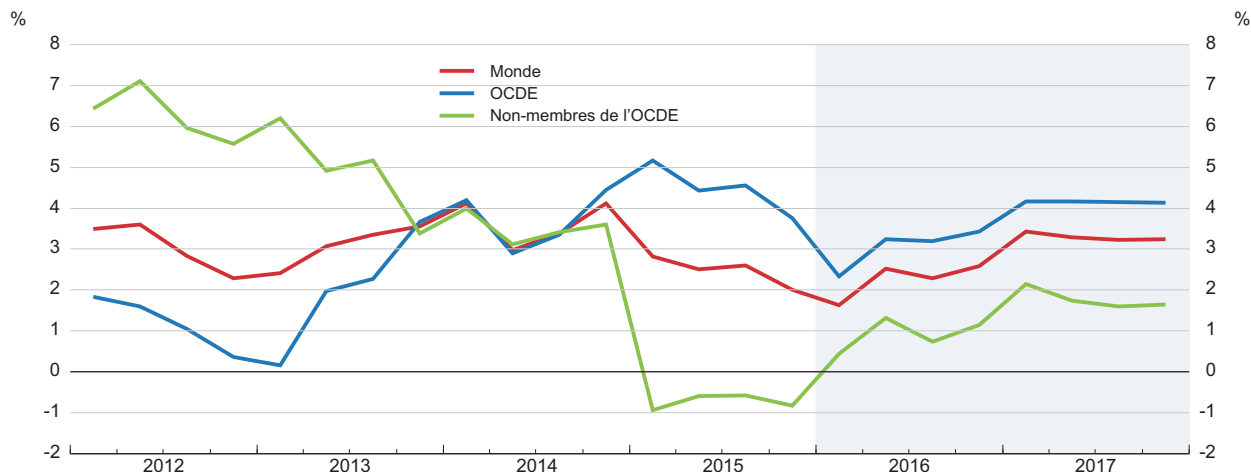


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371939>

Graphique 1.2. La croissance en volume des importations des économies non membres de l'OCDE s'est effondrée en 2015

Pourcentage de variation en glissement annuel



Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99.

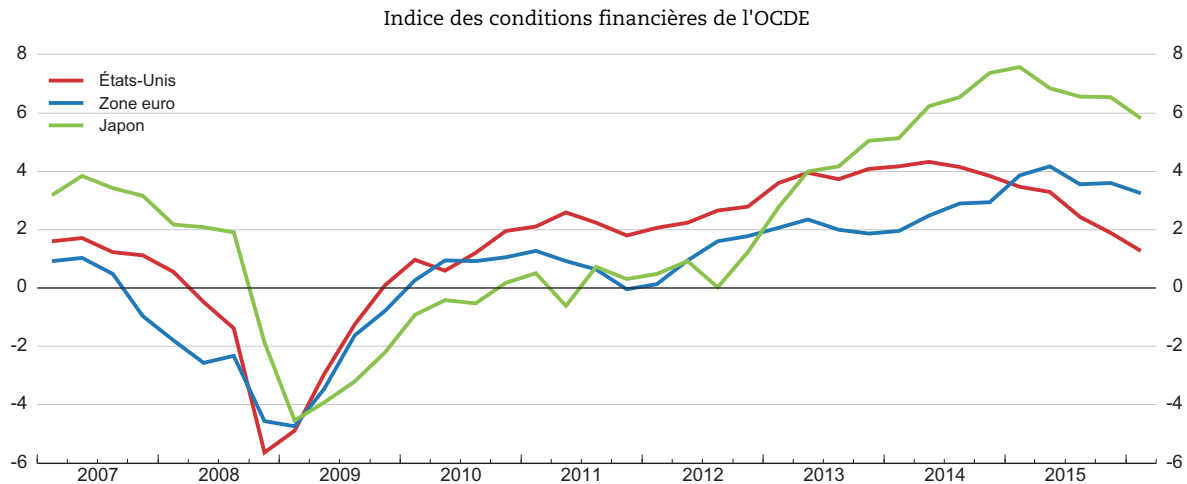
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371946>

demeurent relativement bas, signe d'une offre en abondance et d'inquiétudes persistantes quant à la robustesse de la demande future. Le comportement des marchés de capitaux s'est amélioré après une période de très forte volatilité en début d'année. Néanmoins, la baisse des cours des actions et la hausse des taux de change effectifs, conjuguées dans le cas des États-Unis à un nouveau resserrement des conditions de crédit, signifie que les conditions financières globales dans les grandes économies demeurent généralement plus restrictives qu'au cours du second semestre de 2015, en dépit des mesures supplémentaires de relance monétaire prises dans la zone euro et au Japon (graphique 1.3).

Seule l'hypothèse d'une reprise lente apparaît probable pour la croissance mondiale et les échanges tout au long du second trimestre de 2016 et jusqu'en 2017 (tableau 1.1).

- La croissance du PIB dans la zone OCDE devrait s'établir en moyenne juste en deçà de 2 % en 2016 et 2017, soit un niveau globalement conforme aux résultats des deux années précédentes (graphique 1.4, partie A). Des politiques macroéconomiques de soutien et la modicité des prix des produits de base (annexe 1.1) devraient continuer d'étayer une reprise modeste dans les économies avancées, à condition que la progression des salaires et la croissance de l'investissement productif repartent à la hausse et que les marchés de capitaux ne soient pas à nouveau en proie à des tensions. Cela étant, la faiblesse de la demande extérieure en provenance des économies émergentes continuera de peser sur les économies avancées.
- Aux États-Unis, la reprise, modeste, devrait se poursuivre avec la dissipation des forces contraires exercées par la solidité du dollar et le repli des investissements dans le secteur de l'énergie. Une reprise graduelle de la croissance des salaires devrait permettre de soutenir la croissance intérieure à mesure que le marché du travail approche le plein emploi, une faible amélioration de la croissance de la productivité limitant l'émergence de tensions sur le marché du travail. Au Japon, la croissance du PIB devrait rester modeste, l'apparition de tensions sur le marché du travail n'ayant qu'un effet limité sur la croissance des salaires nominaux et des efforts considérables d'assainissement

Graphique 1.3. Les conditions financières sont devenues moins favorables dans les grandes économies avancées



Note : L'Indice des conditions financières de l'OCDE est une moyenne pondérée des taux d'intérêt réels à court et à long terme, du taux de change réel, des conditions de crédit des banques, du patrimoine des ménages, ainsi que de l'écart de rendement entre obligations à haut rendement et obligations d'État à long terme. Une augmentation (baisse) d'un point de l'indice des conditions financières traduit un assouplissement (resserrement) des conditions financières suffisant pour entraîner une augmentation (réduction) moyenne du PIB de ½ pour cent à un 1% au bout de quatre à six trimestres. Pour en savoir plus, voir Guichard et al. (2009). Ce graphique repose sur les données qui étaient disponibles à la date du 18 mai 2016.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99 ; Thomson Reuters ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933371957>

Tableau 1.1. La reprise mondiale regagnera lentement du terrain

Total OCDE, sauf indication contraire

	Moyenne 2003-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015 T4	2016 T4	2017 T4	
		Pourcentage								
Croissance du PIB en volume¹										
Monde ²	4.0	3.2	3.3	3.0	3.0	3.3	2.8	3.2	3.3	
OCDE ²	1.7	1.2	1.9	2.1	1.8	2.1	1.9	2.0	2.0	
États-Unis	1.8	1.5	2.4	2.4	1.8	2.2	2.0	1.9	2.1	
Zone euro	0.9	-0.3	1.0	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	
Japon	0.8	1.4	0.0	0.6	0.7	0.4	0.8	1.5	-0.3	
Non-OCDE ²	6.7	5.0	4.6	3.7	3.9	4.4	3.5	4.2	4.4	
Chine	10.5	7.7	7.3	6.9	6.5	6.2	6.8	6.3	6.1	
Écart de production³	-0.4	-2.5	-2.2	-1.7	-1.5	-1.0				
Taux de chômage⁴	7.0	7.9	7.3	6.8	6.4	6.2	6.5	6.4	6.1	
Inflation^{1,5}	2.1	1.4	1.6	0.7	1.1	1.8	0.9	1.2	1.9	
Solde des administrations publiques⁶	-4.6	-4.1	-3.6	-3.1	-2.9	-2.4				
<i>Pour mémoire</i>										
Croissance du commerce mondial¹	5.6	3.3	3.7	2.6	2.1	3.2	1.9	2.4	3.2	

1. Variation en glissement annuel.

2. Moyenne mobile pondérée par le PIB, en parités de pouvoir d'achat.

3. Pourcentage du PIB potentiel.

4. Pourcentage de la population active.

5. Déflateur de la consommation privée.

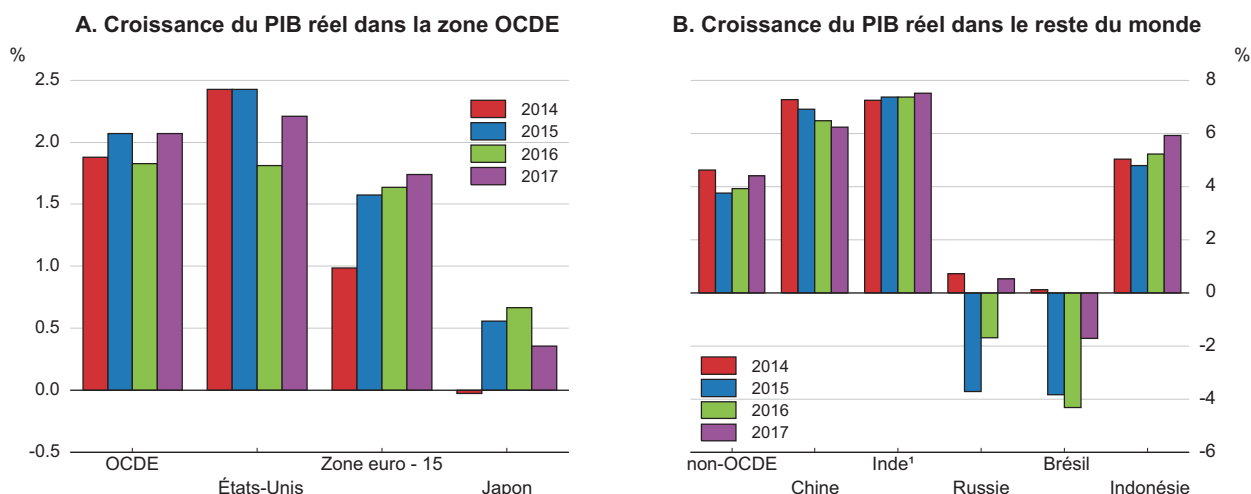
6. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933373501>

Graphique 1.4. **Prévisions de croissance du PIB pour les grandes économies**

Pourcentage de variation en glissement annuel



1. Exercices budgétaires.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99.StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371965>

budgétaire étant prévus en 2017. Dans la zone euro, la croissance devrait reprendre lentement à la faveur des effets graduels des dernières mesures d'assouplissement monétaire sur la croissance du crédit et, dans certains pays, des dépenses budgétaires supplémentaires consenties pour aider les demandeurs d'asile. Toutefois, l'ampleur persistante du sous-emploi de la main-d'œuvre, le niveau élevé de la charge de la dette et le volume des créances douteuses et litigieuses continueront d'entraver la reprise dans certains pays.

- La croissance du PIB dans les pays non membres de l'OCDE devrait repartir à la hausse avec l'atténuation graduelle du net repli de l'activité dans les pays producteurs de produits de base (graphique 1.4, partie B), à condition que les prix de ces produits se stabilisent à leur niveau actuel. Toutefois, les économies de marché émergentes afficheront sans doute des résultats disparates compte tenu de la diversité de leur situation concernant le soutien des pouvoirs publics, l'impact de la baisse des prix des produits de base, le stade d'avancement dans l'adoption de réformes structurelles et l'ampleur des facteurs de vulnérabilité financière. La croissance du PIB en Chine devrait continuer de ralentir modérément jusqu'à environ 6¼ pour cent en 2017, avec le rééquilibrage de son économie du secteur manufacturier vers le secteur des services. Les dernières mesures budgétaires sont d'un soutien considérable pour la croissance grâce aux investissements dans les infrastructures et le secteur immobilier, mais elles ajoutent aussi à la difficulté de rééquilibrer en douceur l'activité et d'éviter les tensions financières. L'Inde et l'Indonésie devraient continuer de bénéficier d'une croissance solide, aidées respectivement en cela par des augmentations de salaires importantes prévues dans le secteur public et par une hausse sensible des dépenses d'infrastructure. Les perspectives demeurent plus difficiles pour le Brésil et la Russie étant donné la ponction exercée par la baisse des prix des produits de base sur les revenus, une inflation toujours forte, les difficultés budgétaires et, s'agissant du Brésil, un regain d'incertitude sur le plan politique.

Compte tenu de cette faible croissance de la demande globale, seules quelques lentes améliorations supplémentaires sont anticipées s'agissant de la croissance de l'investissement et de la situation du marché du travail dans les économies avancées.

- L'investissement productif dans les pays de l'OCDE devrait enregistrer une augmentation comprise entre ½ et ¾ pour cent en 2016, la demande mondiale et la faiblesse des prix des produits de base pesant sur l'investissement dans de nombreux pays dont les États-Unis, le Canada et l'Australie, et le regain d'incertitude tempérant les dépenses à court terme au Royaume-Uni. Au fur et à mesure de la dissipation de ces facteurs et malgré le contexte d'une croissance de la demande mondiale toujours modérée, l'investissement productif dans les pays de l'OCDE pourrait enregistrer une augmentation progressive comprise entre 3½ et 3¾ pour cent en 2017.
- Le taux de chômage à l'échelle de la zone OCDE devrait refluer en deçà de 6¼ pour cent d'ici au second semestre de 2017, malgré des variations seulement mineures dans certaines des plus grandes économies désormais proches, ou même en deçà, du taux de chômage estimé soutenable à plus long terme, parmi lesquelles l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis (tableau 1.2). Le chômage reste beaucoup plus élevé globalement dans la zone euro, en particulier dans les pays les plus éprouvés par la crise et par l'assainissement de leurs finances publiques. Dans la majorité des pays, les mesures du sous-emploi de la main-d'œuvre au sens large restent également élevées. Compte tenu d'une hausse des prix à la consommation qui devrait rester faible, de gains de productivité seulement modestes, et d'un volant de ressources économiques inemployées qui pourrait se révéler supérieur aux estimations, l'augmentation des salaires devrait être encore modérée (graphique 1.5). Dans l'ensemble de l'OCDE, la progression des rémunérations par salarié devrait s'établir à environ 2½ pour cent en 2017, contre 1¾ pour cent en moyenne par an en 2014-15.

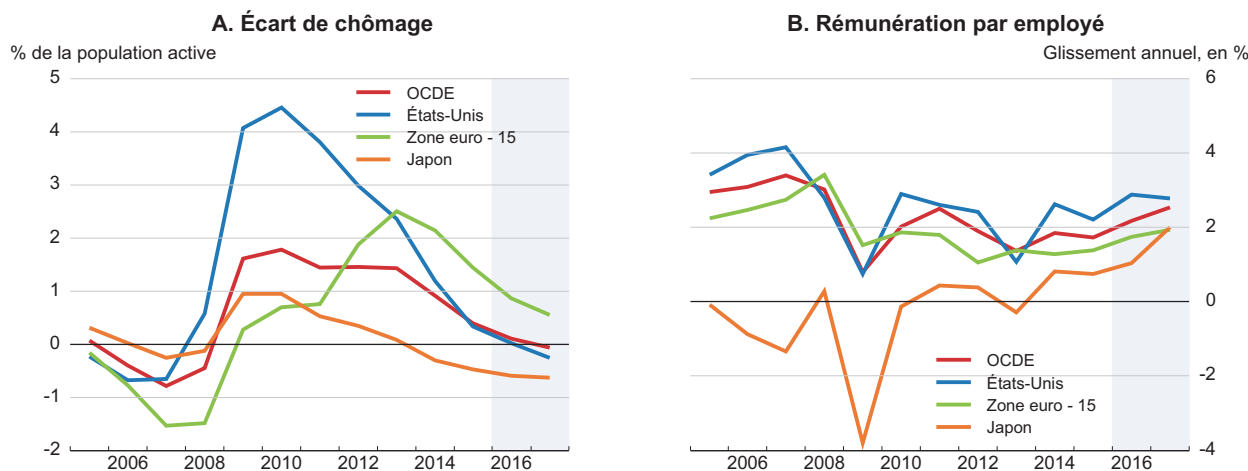
Tableau 1.2. **Les conditions du marché du travail devraient s'améliorer lentement**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Emploi	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
États-Unis	1.8	1.0	1.6	1.7	2.1	1.5
Zone euro	-0.6	-0.6	0.6	1.0	1.3	1.0
Japon	-0.3	0.7	0.6	0.4	0.5	-0.2
OCDE	1.0	0.7	1.3	1.4	1.5	1.1
Population active	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
États-Unis	0.9	0.3	0.3	0.8	1.8	1.2
Zone euro	0.7	0.1	0.2	0.2	0.5	0.5
Japon	-0.6	0.3	0.2	0.2	0.3	-0.3
OCDE	1.0	0.6	0.7	0.8	1.2	0.9
Taux de chômage	Pourcentage de la population active					
États-Unis	8.1	7.4	6.2	5.3	5.0	4.7
Zone euro	11.3	11.9	11.5	10.8	10.2	9.8
Japon	4.3	4.0	3.6	3.4	3.2	3.1
OCDE	7.9	7.9	7.3	6.8	6.4	6.2

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933373512>

Graphique 1.5. La situation du marché du travail s'améliore progressivement



Note : L'écart de chômage est la différence entre le taux de chômage effectif et le niveau estimé du taux de chômage structurel.

Source : Base de données des *Perspectives économiques* de l'OCDE, n° 99.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371973>

Les évolutions de l'investissement, des échanges et du marché du travail, et leurs implications pour la production potentielle et l'inflation, sont examinées ci-après.

Compte tenu des comportements récemment observés, ces prévisions reposent sur l'hypothèse que les relations classiques entre les variables macroéconomiques sont moins ténues que sur longue période. Il s'agit notamment des liens entre chômage et croissance salariale, entre volume des échanges et taux de change, et entre taux d'intérêt et investissement. Si ces liens sont encore plus faibles que prévu dans le scénario, la croissance sera plus lente à se redresser que dans le tableau dépeint précédemment. En revanche, si ces liens devaient retrouver leur niveau normal sur longue période, la reprise gagnerait en fermeté.

Les faiblesses de la demande, de l'investissement, des échanges et de la production potentielle se sont mutuellement renforcées

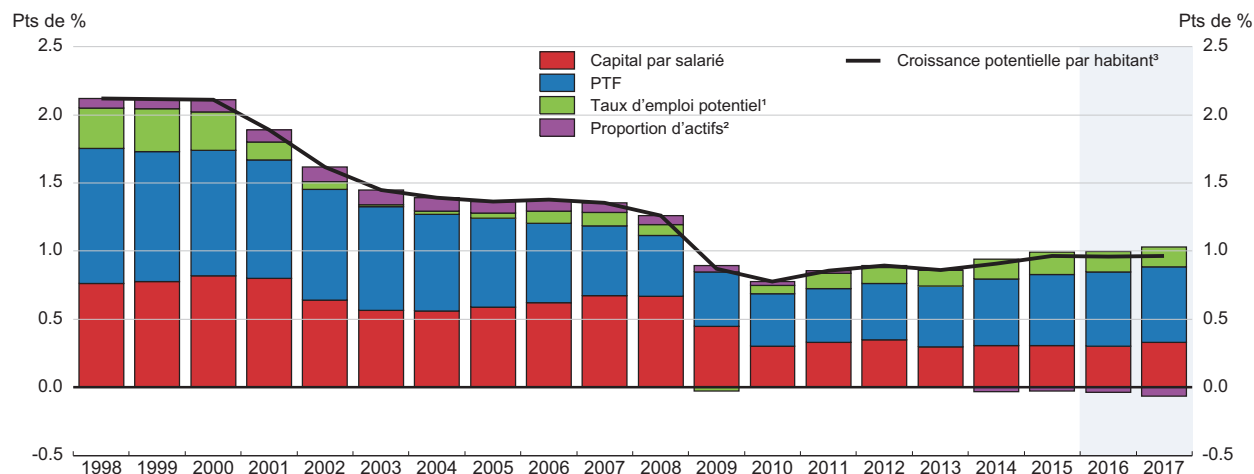
La faiblesse prolongée de la demande se retrouve de plus en plus dans des évolutions négatives du côté de l'offre. Les estimations de la croissance de la production potentielle par habitant dans les grandes économies de l'OCDE n'ont cessé d'être revues à la baisse après la crise et, dans certains pays, à la suite de mesures d'assainissement budgétaire. Pour l'ensemble de la zone OCDE, elle est estimée à 1 % en 2016, soit $\frac{3}{4}$ à 1 point de pourcentage en deçà de son niveau moyen au cours des deux décennies ayant précédé la crise (graphique 1.6). À défaut d'intervention de la part des responsables de l'action publique, ce ralentissement s'accroîtra, avec son cortège de conséquences négatives à plus long terme pour l'emploi, le revenu et les inégalités.

Deux facteurs, principalement, ont contribué à ce recul du taux de croissance de la production potentielle par habitant dans la zone OCDE :

- La faible croissance du stock de capital est responsable pour la moitié environ de ce recul. Quoiqu'en hausse ces dernières années, en particulier aux États-Unis, l'investissement dans bon nombre d'économies avancées demeure inférieur à ses niveaux d'avant-crise (graphique 1.7). Parallèlement, l'accroissement de la part des TIC

Graphique 1.6. La faiblesse de la croissance de la productivité et de l'investissement a pesé sur la croissance de la production potentielle

Contribution à la croissance de la production potentielle par habitant



Note : Si l'on pose l'hypothèse que la production potentielle (Y^*) peut être exprimée, à l'aide d'une fonction de production de Cobb-Douglas, en fonction de l'emploi potentiel (N^*), du stock de capital (K) et du progrès technique améliorant la productivité du travail (E^*), on obtient l'équation $y^* = a \cdot (n^* + e^*) + (1 - a) \cdot k$, où les minuscules indiquent que les variables sont exprimées sous forme logarithmique, et a est la part du travail dans le revenu des facteurs. Si P désigne la population totale et PWA la population d'âge actif (assimilée ici à l'ensemble des personnes âgées de 15 à 74 ans), alors le taux de croissance du PIB potentiel par habitant (sachant que les taux de croissance sont représentés par la différence première, $d(\cdot)$, des variables exprimées sous forme logarithmique) peut être décomposé en quatre éléments, représentés sur le graphique, à l'aide de l'équation suivante : $d(y^* - p) = a \cdot d(e^*) + (1 - a) \cdot d(k - n^*) + d(n^* - pwa) + d(pwa - p)$.

1. Le taux d'emploi potentiel correspond à l'emploi potentiel en proportion de la population d'âge actif (15-74 ans).
2. Part de la population d'âge actif dans la population totale.
3. Pourcentage.

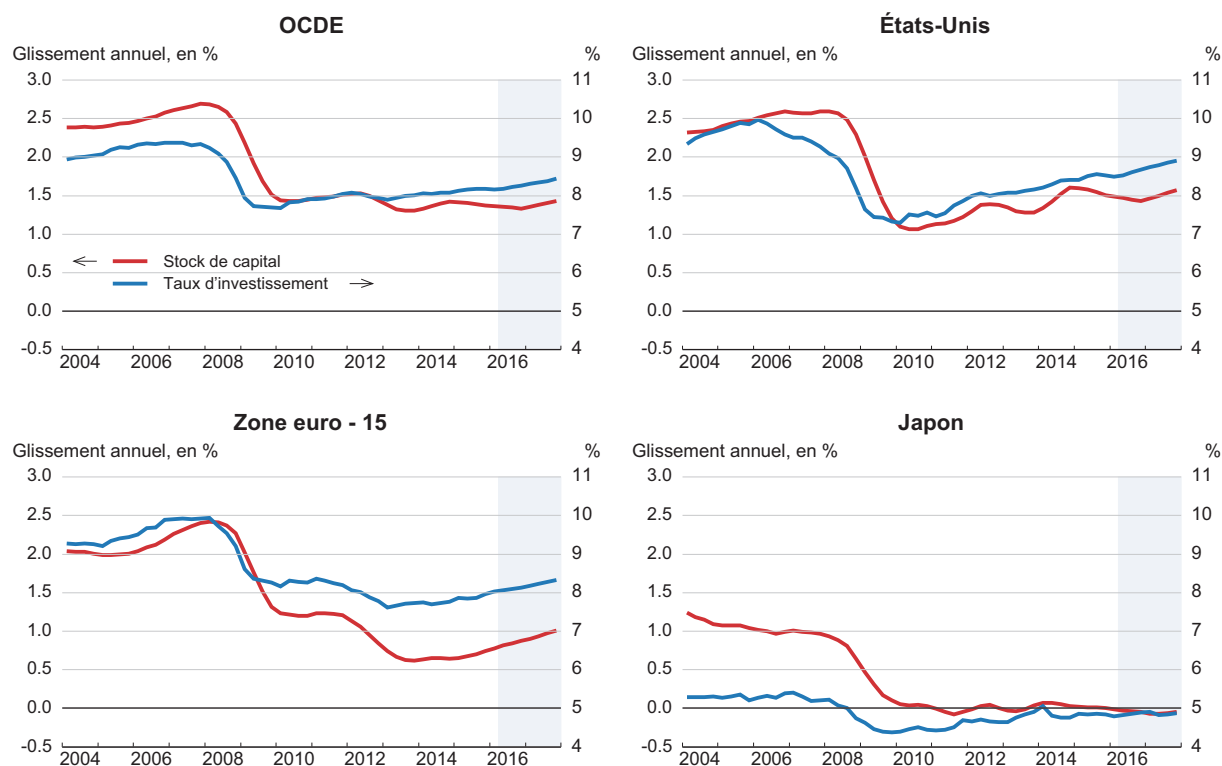
Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371983>

et des investissements incorporels dans l'investissement total a pour conséquence des taux d'amortissement élevés (OCDE, 2015b).

- Le repli de la productivité totale des facteurs explique dans une large mesure le reste du recul de la croissance potentielle par habitant. Ce repli s'explique par une diffusion lente des innovations dans l'économie, une dynamique en berne des entreprises avec une diminution des entrées et sorties sur le marché, et l'insuffisance des nouvelles réformes des marchés de produits (Adalet McGowan et al., 2015).

En outre, la situation dégradée des marchés du travail a également nui à la croissance potentielle dans certaines économies, en raison de l'accroissement du taux de chômage structurel et du nombre d'actifs sortant du marché du travail, mais aussi indirectement du fait de la détérioration des compétences des actifs privés d'emploi de manière prolongée. Le ralentissement des échanges mondiaux, qui s'explique en partie par la faiblesse de l'investissement, a joué un rôle intermédiaire important dans le ralentissement de la croissance potentielle de nombreuses économies en réduisant les pressions à la compétitivité et leurs retombées technologiques et par conséquent, l'activité d'innovation (voir ci-après).

Graphique 1.7. **La croissance du stock de capital et le taux d'investissement sont faibles mais devraient se redresser**

Note : Le taux d'investissement désigne l'investissement mesuré en pourcentage du stock de capital de la période précédente.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371998>

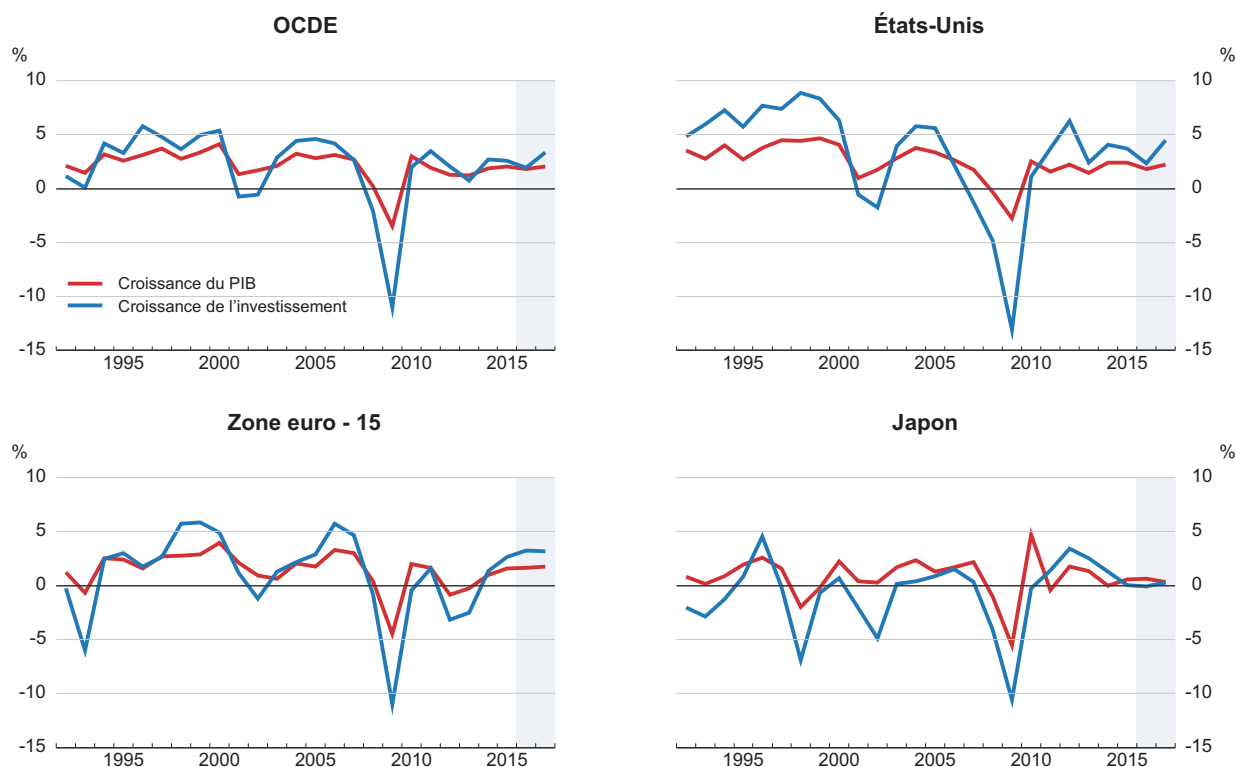
La dynamique de l'investissement correspond globalement à l'évolution des facteurs de production

La croissance de l'investissement et sa composition ont été variables entre les grandes régions de l'OCDE, signe de différences dans la dynamique de la demande et d'évolutions spécifiquement nationales. Cette tendance devrait se poursuivre en 2016 et 2017 (graphiques 1.7, 1.8 et 1.9).


- Aux États-Unis, l'investissement total a progressé entre 2010 et la mi-2015 à un rythme comparable à celui observé avant la crise et conforme à l'évolution globale du PIB. Au second semestre de 2015 toutefois, l'investissement s'est tassé et la demande de prêts du commerce et de l'industrie a fléchi. Ces évolutions sont allées de pair avec une diminution des bénéfices des sociétés, une augmentation des défauts de paiement et une baisse abrupte de l'investissement des compagnies pétrolières parallèlement à l'effondrement des cours mondiaux du pétrole. Avec la dissipation de ces effets, l'investissement productif devrait repartir à la hausse grâce à la situation financière généralement saine des entreprises, même si la mollesse de la demande mondiale pourrait compenser l'amélioration de la demande intérieure. Les entreprises ont réduit leur endettement et détiennent des volants de trésorerie et des dépôts importants. L'investissement en logements devrait être plus solide en raison d'une demande non satisfaite, de revenus en hausse et de conditions financières toujours favorables.

Graphique 1.8. La croissance de l'investissement va se renforcer dans la zone euro et aux États-Unis

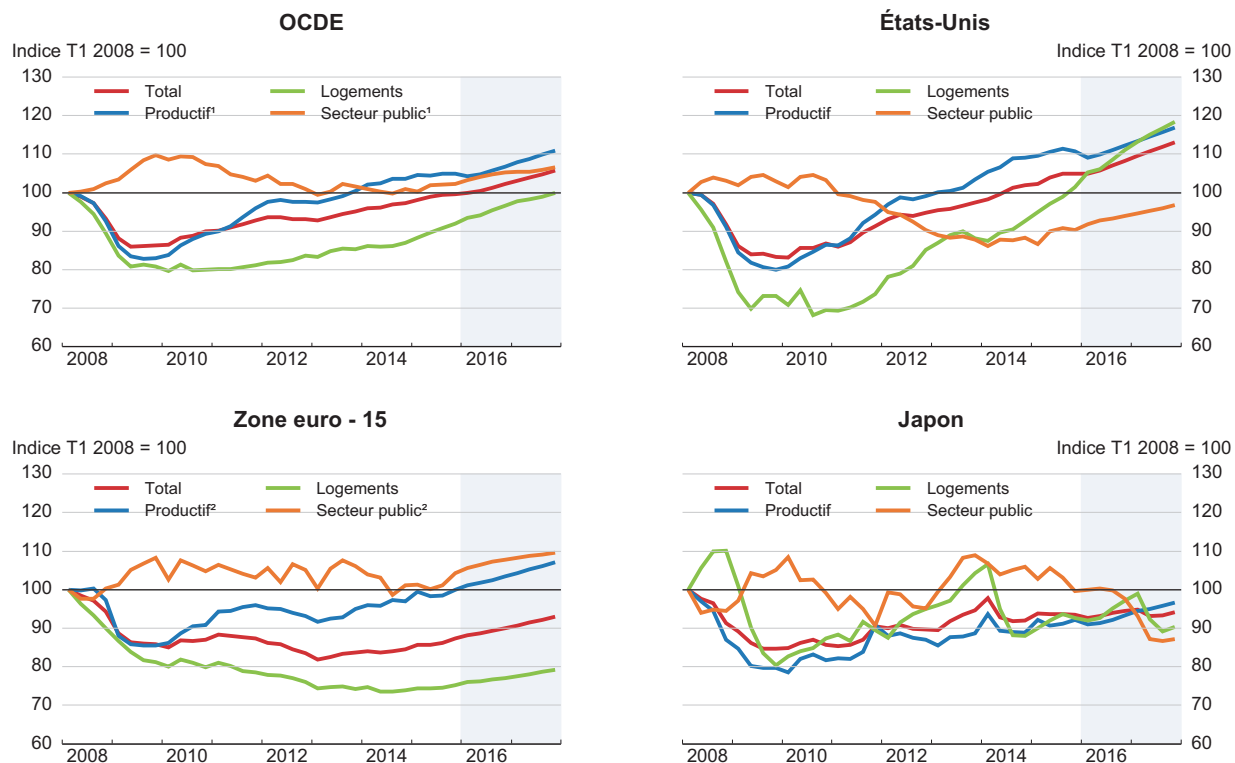
Pourcentage de variation en glissement annuel



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372009>

- Dans la zone euro, l'investissement s'est quelque peu affermi au second semestre de 2015, avec les bénéfices des sociétés. Les prêts bancaires aux entreprises ont à peine progressé pour l'instant dans l'ensemble de la zone. Toutefois, la demande de prêts des entreprises a augmenté, ce qui s'explique par le faible coût du crédit et par leurs besoins croissants en actif et en formation brute de capital fixe. Le coût total facturé pour les emprunts bancaires est en baisse, notamment dans les pays les plus durement touchés par la crise, et les disparités de taux bancaires se sont gommées à l'intérieur de la zone euro. De même, les normes de crédit applicables aux prêts accordés aux entreprises ont continué de s'assouplir. Il n'en demeure pas moins que la perspective d'une croissance timide, alliée aux incertitudes politiques (voir plus loin) et à des problèmes non encore entièrement résolus dans le secteur bancaire, signifie que l'investissement progressera à un rythme globalement comparable à celui de ces dernières années.
- Au Japon, l'investissement productif, porté par le niveau record des bénéfices des sociétés et par les volants de trésorerie importants qu'elles détiennent, devrait continuer d'augmenter, les déficits de main-d'œuvre allant se creusant et les entreprises faisant état de sous-capacités. Il reste néanmoins qu'en raison du recul de l'investissement public, à mesure que les dépenses de reconstruction diminuent, la croissance de l'investissement total devrait demeurer timide.

Graphique 1.9. **Les différences de composition de la croissance de l'investissement total perdureront entre les économies avancées**

1. Les agrégats correspondant à l'investissement des entreprises et à l'investissement public ne recouvrent que les pays suivants : l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Islande, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.
2. Les agrégats correspondant à l'investissement des entreprises et à l'investissement public ne recouvrent que les pays suivants : l'Allemagne, la Belgique, la Finlande, la France et les Pays-Bas.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372014>

- Dans les économies de marché émergentes, la dynamique de l'investissement donne une image encore plus diverse. En Chine, l'investissement total a légèrement diminué depuis l'année dernière mais les investissements voulus par les pouvoirs publics dans les infrastructures et l'immobilier ont déjà commencé à compenser ce fléchissement. Au Brésil et en Russie, l'investissement devrait continuer de reculer compte tenu d'une récession qui dure, des incertitudes politiques et de la faiblesse des prix des produits de base. En revanche, en Inde et en Indonésie, l'investissement devrait conserver sa vigueur, grâce à des réformes visant à renforcer les dépenses d'infrastructures et à une croissance solide de la demande.

Si les entreprises continuent de douter du raffermissement de la demande au plan national et mondial, ou si des chocs négatifs frappent les économies, la croissance de l'investissement productif sera plus faible que prévu. Comme ces dernières années, le coût très modique du capital ne parviendra sans doute pas à compenser le manque de confiance ou le regain d'incertitude. Cela dit, une relance des réformes destinées à améliorer les conditions de concurrence pourrait stimuler l'investissement (voir le chapitre 3 dans OCDE, 2015b). Dans les pays producteurs de pétrole, la correction de la dynamique

d'investissement dans les secteurs liés à l'énergie dépendra de l'évolution des prix du pétrole, une nouvelle baisse signifiant un nouveau repli de l'investissement. Dans plusieurs économies de marché émergentes, les révisions à la baisse successives des prévisions de croissance potentielle, la diminution des taux de rentabilité et l'accumulation d'excédents de capacités dans certains secteurs pourraient peser sur l'investissement (OCDE, 2016b).

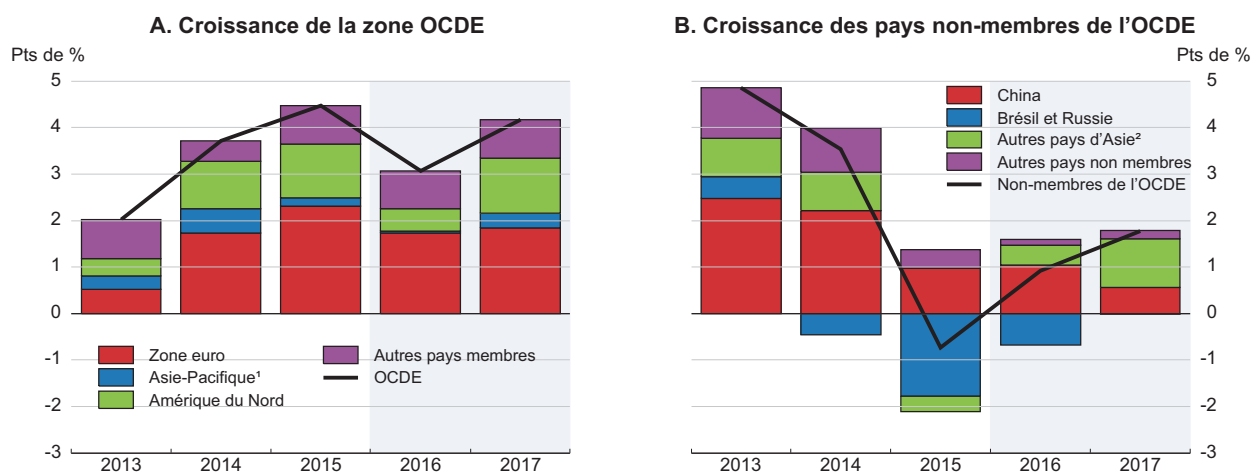
La croissance des échanges devrait reprendre des couleurs mais demeure en demi-teinte, entravant la productivité

La croissance du volume mondial des échanges a diminué pour s'établir à 2½ pour cent en 2015, ce qui représente un nouveau repli marqué par rapport à la croissance du PIB. La croissance des importations est repartie à la hausse dans les économies avancées, en grande partie du fait d'un redressement observé dans la zone euro, mais a diminué d'environ 1 point de pourcentage dans les économies de marché émergentes. La faiblesse des importations a été particulièrement prononcée en Chine, dans d'autres économies d'Asie liées à la Chine par les chaînes de valeur, ainsi qu'au Brésil et en Russie, où les volumes d'importations en 2015 sont estimés avoir diminué d'un cinquième en raison d'une profonde récession dans ces pays (graphique 1.10).

Peu d'améliorations sont prévues en 2016, la croissance des échanges mondiaux se hissant à un niveau compris entre 2 et 2¼ pour cent (tableau 1.3). Après s'être redressés au second semestre de 2015, les flux commerciaux ont fléchi de nouveau au début de cette année, notamment dans de nombreuses économies d'Asie ainsi qu'aux États-Unis. En 2017, la croissance des échanges mondiaux devrait augmenter légèrement pour s'établir aux alentours de 3¼ pour cent. La relance par l'investissement en Chine, une stabilisation graduelle de la demande dans les pays producteurs de produits de base et, pour 2017, le faible redressement conjoncturel de la croissance de l'investissement dans les économies

Graphique 1.10. Contributions à la croissance du volume d'importations des économies membres et non membres de l'OCDE

Contributions à la croissance en glissement annuel du volume total d'importations



L'agrégat « Asie-Pacifique » recouvre l'Australie, le Chili, la Corée, le Japon et la Nouvelle-Zélande.

L'agrégat « Autres économies d'Asie » recouvre l'Inde, l'Indonésie et les économies dynamiques d'Asie.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372026>

Tableau 1.3. **Le commerce mondial se renforcera graduellement**

<i>Échanges de biens et services</i>					
	2013	2014	2015	2016	2017
Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente					
Commerce international¹	3.3	3.7	2.6	2.1	3.2
Exportations de la zone OCDE	2.7	3.9	3.9	2.6	4.0
Importations de la zone OCDE	2.0	3.7	4.5	3.1	4.2
Exportations de la zone non-OCDE	4.8	3.3	0.7	0.9	1.7
Importations de la zone non-OCDE	4.9	3.5	-0.7	0.9	1.8
Prix du commerce extérieur²					
Exportations de la zone OCDE	0.3	-1.2	-13.4	-0.8	2.0
Importations de la zone OCDE	-0.6	-1.4	-14.5	-1.7	1.7
Exportations de la zone non-OCDE	-1.8	-2.8	-13.5	-5.7	2.6
Importations de la zone non-OCDE	-0.9	-1.9	-10.9	-4.2	2.5
Balances des opérations courantes					
	Pourcentage du PIB				
OCDE	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
États-Unis	-2.3	-2.2	-2.7	-2.5	-2.5
Japon	0.8	0.5	2.9	3.4	3.7
Zone euro	2.9	3.1	3.8	3.8	3.6
Non-OCDE	1.5	1.5	0.8	0.6	0.6
Chine	1.6	2.7	3.1	2.8	2.6
Pays grands producteurs de pétrole	9.1	5.1	-3.0	-5.8	-5.6
Reste du monde	-9.3	-6.3	0.7	3.6	3.6
Monde ³	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3

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 des États-Unis.

3. Incluant l'erreur de mesure mondiale.

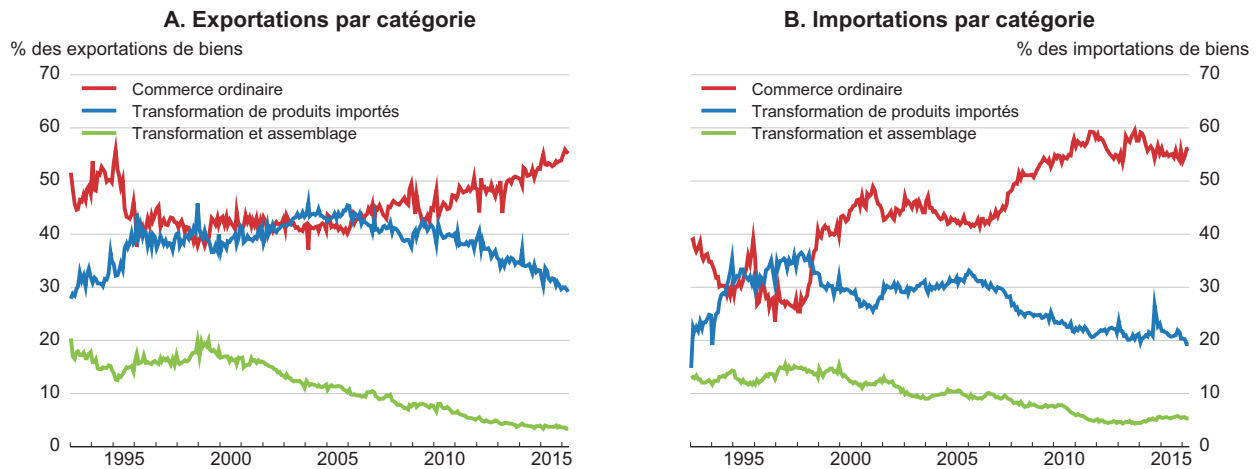
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933373520>


avancées sont autant de facteurs qui contribueront à cette légère embellie dans la croissance des échanges.

De tels résultats seraient nettement inférieurs à ceux des deux décennies d'avant la crise financière, lorsque les échanges progressaient deux fois plus vite que la production (mesurés en dollars constants). Rétrospectivement, toutefois, il se peut que les résultats d'avant la crise aient été inhabituels, en partie parce qu'ils auraient été gonflés par une forte expansion ponctuelle de la production manufacturière et de l'investissement en Chine, qui a tiré vers le haut la demande de produits de base et les importations de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Une lente transformation de ce modèle de croissance bâti sur l'investissement et les exportations en Chine et la tendance croissante de certaines entreprises chinoises à utiliser des consommations intermédiaires de production locale (graphique 1.11) semblent avoir été d'importants facteurs structurels ayant joué sur la diminution plus récente de l'élasticité du commerce mondial par rapport au PIB. La faiblesse du redressement de l'investissement d'après-crise, avec des importations mondiales de biens d'équipement qui stagnent largement depuis 2011, est un facteur conjoncturel qui dure.

Graphique 1.11. La Chine est en train de relocaliser sa chaîne de valeur



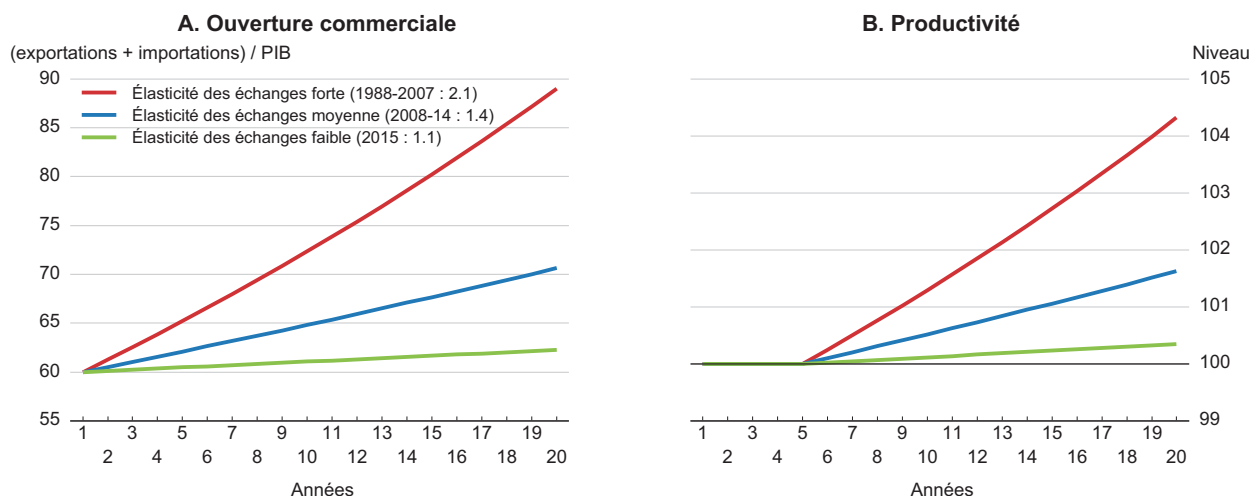
Source : Administration générale des douanes de Chine.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372033>

De même, la multiplication des restrictions commerciales dans les grandes économies a contribué à modérer l'intensité des échanges. En effet, les mesures de restriction des échanges mises en place par les pays du G20 depuis le début de la crise couvrent désormais 6 % environ des importations de marchandises du G20 (OCDE/OMC/CNUCED, 2015). Les économies du G20 ont continué d'en ajouter de nouvelles tout au long de 2015, plus des trois quarts du total des mesures imposées depuis 2008 étant restées en place. Compte tenu de ce qu'environ trois quarts des échanges mondiaux concernent des achats de biens intermédiaires, de biens d'équipement et de services entrant dans la production finale (OCDE, 2015a), les coûts des obstacles au commerce international peuvent rapidement se cumuler le long des chaînes de valeur. Sans compter que les obstacles aux investissements étrangers peuvent également nuire à la capacité d'exportation dans certains pays.


Passer du rythme de croissance des échanges mondiaux observé durant les deux décennies d'avant la crise à un rythme aligné sur celui de la croissance du PIB pourrait faire perdre 4 points de pourcentage environ à la productivité totale des facteurs au bout de 20 ans, toutes choses égales par ailleurs, selon des estimations présentées dans Égert et Gal (à paraître) (graphique 1.12). Le ralentissement de la division de la production dans les chaînes de valeur mondiales renforce considérablement ces effets négatifs sur la productivité. Le fléchissement de la croissance des échanges comme celui de la participation aux chaînes de valeur mondiales cantonnent la diffusion des innovations à la frontière technologique mondiale aux entreprises nationales (Adalet McGowan *et al.*, 2015). De même, un environnement moins concurrentiel dissuade les entreprises d'innover et d'investir et entrave l'expansion des entreprises nationales les plus productives, en particulier dans les petites économies où l'échelle minimale d'efficacité de la production est grande par rapport à la taille du marché national. L'amélioration des politiques-cadres et l'environnement institutionnel, notamment en ce qui concerne les obstacles à l'entrée sur le marché d'entreprises nouvelles et à la sortie des moins efficaces, ont une influence notable sur l'évolution de la productivité (Saia *et al.*, 2015).

Le coût d'une croissance continuellement molle des échanges ne fait qu'accroître la nécessité de mesures additionnelles pour stimuler la demande mondiale, en particulier

Graphique 1.12. **Un renforcement de la croissance des échanges contribuerait à rehausser la productivité**

Note : Pour déterminer l'évolution de l'ouverture commerciale, on pose l'hypothèse d'une croissance annuelle du PIB réel de 2 %. Pour déterminer l'évolution de la productivité, on pose l'hypothèse qu'une augmentation de 4 points de pourcentage de l'ouverture commerciale se traduit par une hausse de la productivité totale des facteurs (PTF) de 0.8 % au bout de 5 ans.

Source : Calculs de l'OCDE.

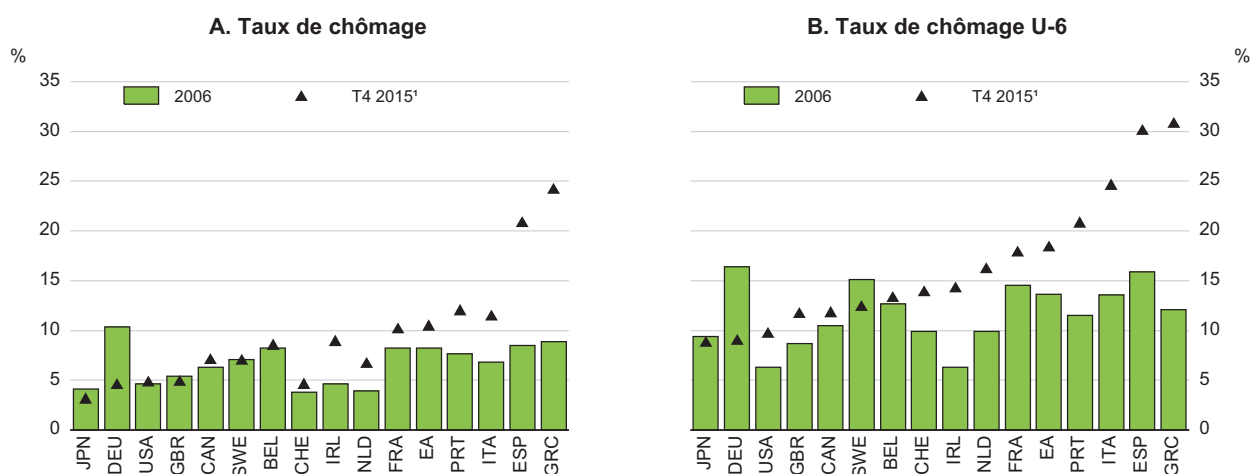
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372047>

l'investissement (voir ci-après), et réduire les obstacles structurels au commerce. Il y a lieu de saluer à cet égard le nouveau Partenariat transpacifique, qui permettra de stimuler la croissance des échanges et l'activité mondiale à moyen terme (Petri et Plummer, 2012). La ratification et la mise en œuvre rapide de l'Accord sur la facilitation des échanges, conclu il y a de cela deux ans à Bali sous l'égide de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), seraient également bienvenues de ce point de vue. Il convient aussi d'adopter des réformes de la réglementation des services, pour alléger les coûts de facilitation du commerce et accroître la concurrence transnationale, en particulier dans les industries de réseau et les services marchands, qui sont de plus en plus intégrés dans le commerce de marchandises. Les réglementations anticoncurrentielles sont généralement plus nombreuses dans les services et la dispersion est bien plus marquée entre les pays. En Europe, la mise en œuvre des directives relatives au marché unique de l'UE et le rapprochement des réglementations pourraient permettre d'accroître considérablement, d'un cinquième peut-être, les échanges et l'investissement transnationaux (Fournier, 2015 ; Fournier et al., 2015).

Les marchés du travail se remettent lentement

Si les taux de chômage refluent progressivement dans la plupart des économies de l'OCDE et atteignent même désormais, dans quelques-unes d'entre elles, les taux à long terme considérés comme viables, voire sont inférieurs, d'autres indicateurs du sous-emploi restent à des niveaux significatifs. Les taux du chômage de longue durée et du chômage des jeunes sont toujours élevés, et certaines mesures plus larges du chômage prenant en compte les travailleurs à temps partiel qui souhaiteraient travailler à plein temps et les inactifs souhaitant travailler (mais ne recherchant pas activement un emploi) sont toujours supérieures aux normes d'avant la crise dans la plupart des économies (graphique 1.13). La persistance d'un volant important de ressources en main-d'œuvre inutilisées peut faire basculer dans la précarité un grand nombre de personnes et saper


Graphique 1.13. Les mesures du sous-emploi de la main-d'œuvre au sens large restent élevées



Note : Le taux de chômage U-6 est une mesure du sous-emploi de la main-d'œuvre correspondant au ratio, exprimé en pourcentage, entre la somme du nombre total de chômeurs, de toutes les personnes ayant des liens ténus avec le marché du travail, et de toutes les personnes occupant un emploi à temps partiel subi pour des raisons économiques, d'une part, et la somme de la population active civile et de toutes les personnes ayant des liens ténus avec le marché du travail, d'autre part. Ce ratio est calculé pour les personnes âgées de 15 ans ou plus.

1. Les données se rapportent en fait au 1^{er} trimestre de 2016 pour le Canada, les États-Unis et le Japon.

Source : Eurostat ; Ministère des Affaires Intérieures et des Communications du Japon ; Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, Bureau of Labor Statistics) des États-Unis ; Statistiques de la population active de l'OCDE ; Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

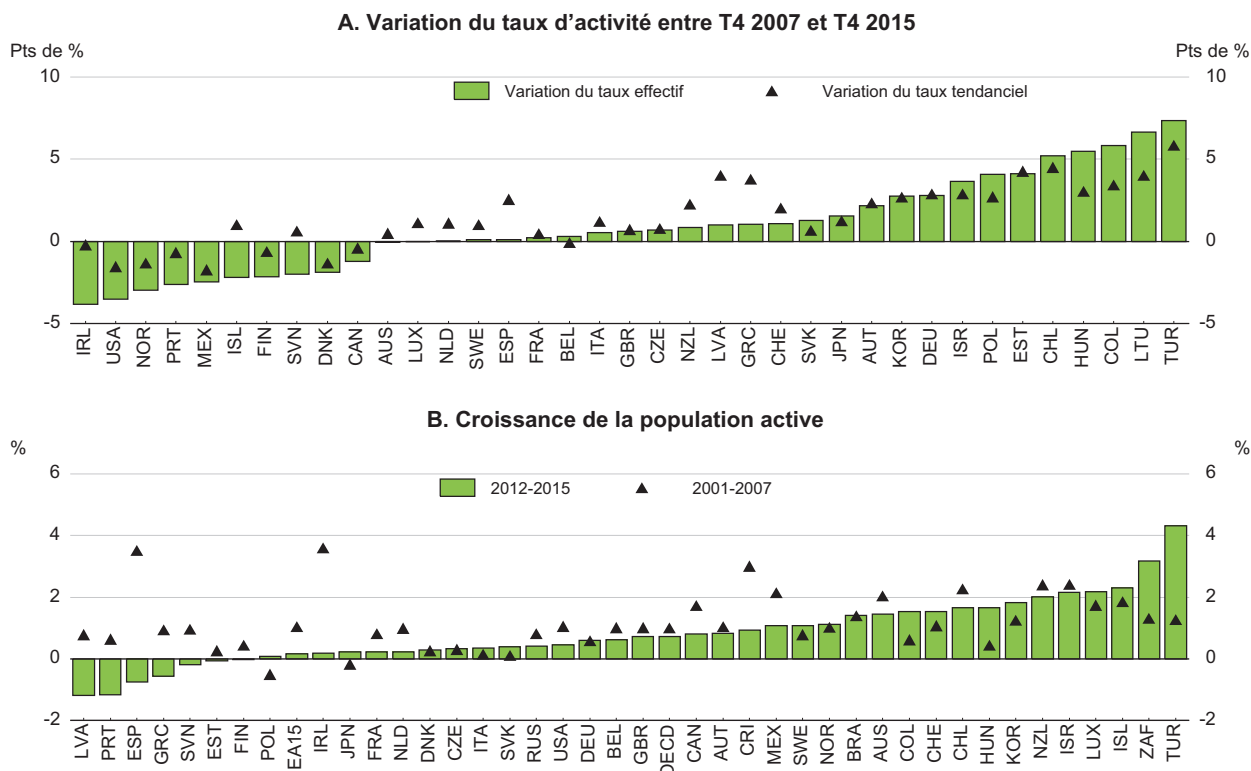
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372056>

progressivement le potentiel productif de l'économie en raison de l'absence de développement des compétences ou de leur érosion.


Les taux d'activité sont très inférieurs à leur niveau d'avant la crise dans quelques pays, notamment aux États-Unis, mais ce phénomène semble lié en partie aux évolutions démographiques (et à l'âge de la retraite) et peut donc ne pas se traduire intégralement par un sous-emploi conjoncturel considérable. Cela étant, dans la majorité des pays, les taux d'activité sont aujourd'hui supérieurs à ce qu'ils étaient il y a quelques années (graphique 1.14, partie A), en partie grâce à l'impact des réformes, notamment l'amélioration de l'accès aux services de garde d'enfants qui a permis d'accroître le taux d'activité des femmes, à des mesures visant à alléger la fiscalité du travail pour les travailleurs faiblement rémunérés et à des mécanismes d'accès à la retraite anticipée (OCDE, 2016). Globalement, les évolutions démographiques défavorables se sont intensifiées, entraînant une stagnation, voire une diminution de la population en âge de travailler dans certains pays, et ces dernières années, l'augmentation de la population active a été plus faible qu'elle ne l'était avant la crise dans plusieurs pays (graphique 1.14, partie B).

Dans un contexte marqué par une inflation modérée, une croissance ténue de la productivité sous-jacente et un ample volant de ressources inutilisées, la progression des salaires a été très modeste au cours des dernières années, même si des hausses du salaire minimum contribuent à doper l'augmentation des rémunérations globales dans certains pays. L'écart de chômage est aujourd'hui réduit, voire négatif, dans quelques pays, mais cette évolution ne se traduira peut-être pas par une hausse rapide des salaires, en particulier en termes réels. La relation entre hausse des salaires et sous-emploi, mesurée à

Graphique 1.14. Les taux d'activité ont augmenté mais la croissance de la population active a ralenti dans plusieurs pays



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

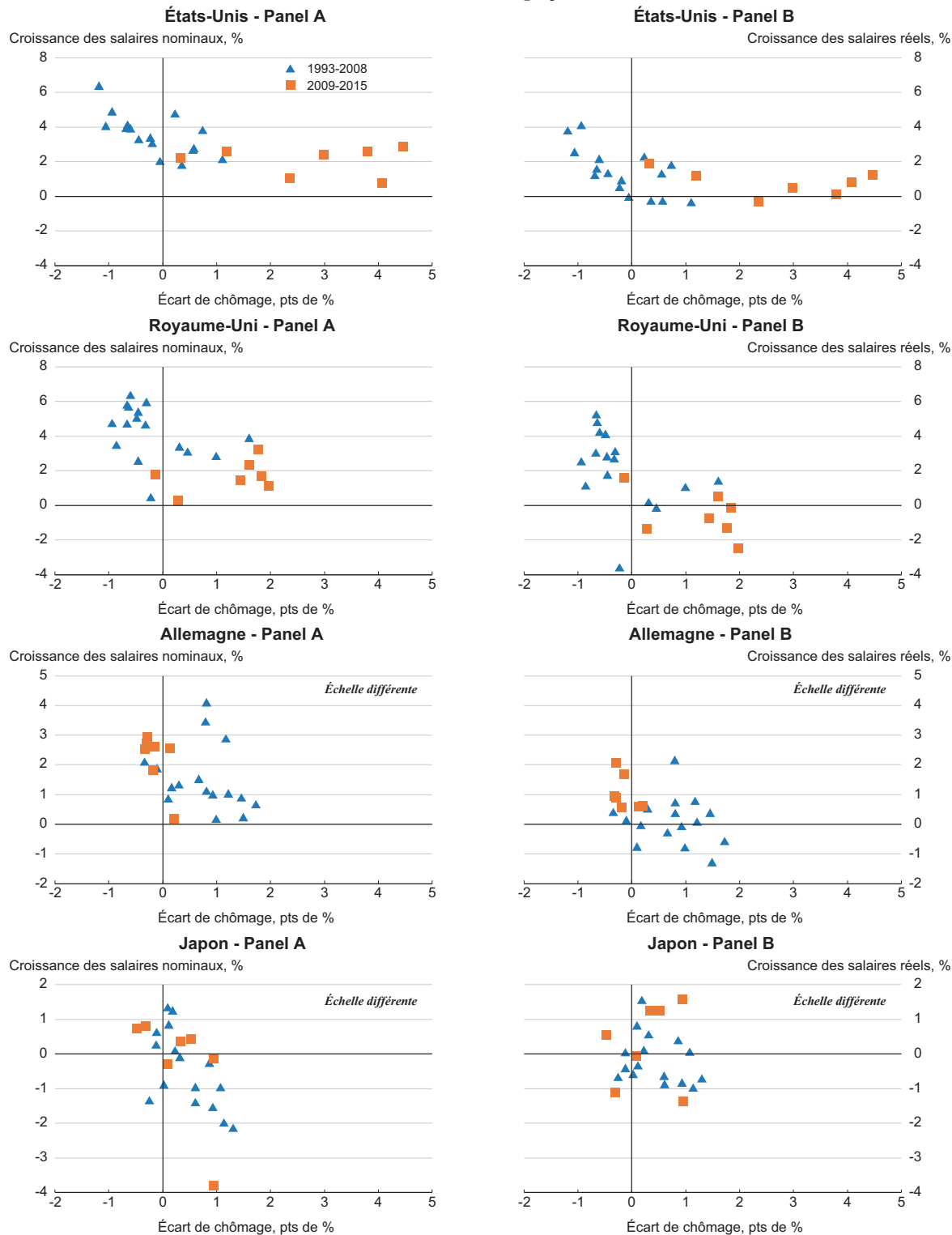
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372069>

l'aune de l'écart de chômage, a connu un infléchissement depuis la crise dans certains pays, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 1.15). Au Japon, la hausse des salaires nominaux est restée ces dernières années largement conforme à ce que l'on pouvait s'attendre compte tenu de l'écart de chômage, mais il y a peu de lien apparent entre la hausse des salaires réels et les ressources inutilisées. En Allemagne en revanche, la hausse des salaires a été récemment quelque peu supérieure à ce qu'impliquait l'expérience passée, notamment après que l'écart de chômage estimé est devenu négatif.

Outre l'évolution de la relation entre les salaires et les ressources inemployées, il est possible que plusieurs autres facteurs contribuent actuellement à limiter la hausse des salaires :


- Des rigidités nominales à la baisse expliquent peut-être pourquoi le ralentissement des salaires a été moins prononcé dans le sillage de la crise, à un moment où le sous-emploi était très élevé. Si tel est le cas, les entreprises pourraient être plus lentes que d'habitude à relever les salaires lorsque le marché du travail reviendra à l'équilibre, particulièrement dans un contexte d'incertitude quant aux taux futurs de croissance de la demande, et ce, jusqu'à ce que la pression des pénuries de main-d'œuvre commencent à se faire sentir.

Graphique 1.15. La relation entre la croissance des salaires et le chômage a changé dans certains pays



Note : La mesure des salaires nominaux utilisée est la rémunération par salarié. Les salaires réels correspondent aux salaires nominaux corrigés du déflateur des dépenses de consommation. L'écart de chômage est la différence entre le taux de chômage effectif et le niveau estimé du taux de chômage viable.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372074>

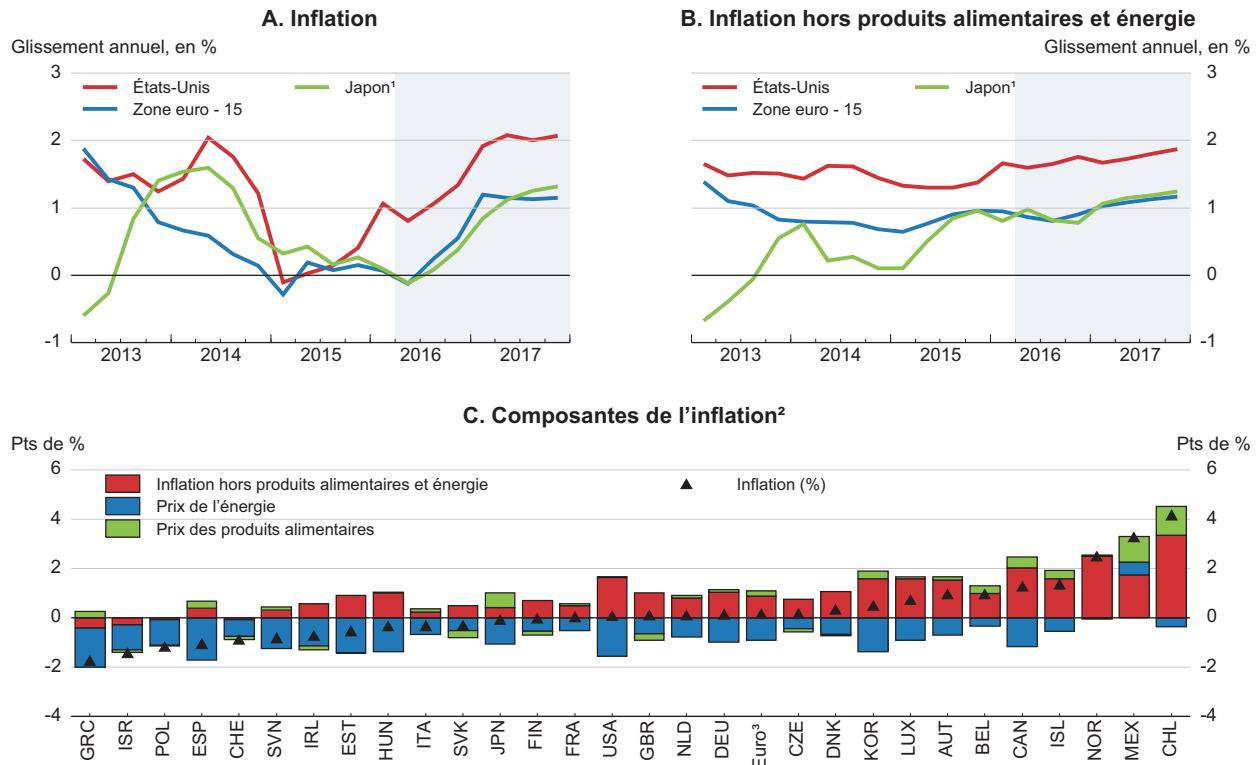
- Dans la plupart des économies où les écarts de chômage sont modestes, les mesures plus larges sous-emploi restent souvent élevées (graphique 1.13) – ceci étant un peu moins vrai en Allemagne et au Japon – et les taux d'activité se sont redressés (graphique 1.14, partie A).
- Dans un contexte de persistance de chocs du côté de l'offre et d'incertitude sur les perspectives futures de l'emploi, il est possible que les travailleurs hésitent à revendiquer des hausses de salaires avec autant de vigueur que dans le passé, particulièrement dans la mesure où le faible niveau de l'inflation implique sans doute des gains au niveau des salaires réels malgré une progression atone des salaires nominaux.

L'inflation devrait rester modérée

Dans les économies avancées, l'inflation devrait se redresser lentement, les prix du pétrole étant supposé se stabiliser et cesser de peser sur les prix, mais une accélération forte est improbable compte tenu de l'atonie du marché du travail et des tensions sur l'utilisation des ressources.


- Les baisses récentes de l'inflation observées dans les pays de l'OCDE peuvent en grande partie être mises sur le compte de la décrie des prix de l'énergie qui a débuté à la mi-2014 (graphique 1.16). L'impact global a été plus modeste qu'il y a quelques années, grâce à la diminution tendancielle de l'intensité en pétrole du PIB, qui représente aujourd'hui environ un tiers de ce qu'elle était au début des années 70 dans les plus grandes économies de l'OCDE.
- Dans ces économies, les anticipations d'inflation sont restées largement ancrées. Celles qui reposent sur l'avis de prévisionnistes professionnels sont restées stables, mais les mesures de l'inflation à long terme fondées sur le marché (qui sont calculées à partir des écarts de prix entre des instruments assortis de différents niveaux de protection contre l'inflation) sont restées faibles. Aux États-Unis, ce phénomène est peut-être dû à davantage à des facteurs spécifiques comme l'évolution des primes de liquidité pour différents types de valeurs mobilières plutôt qu'à un changement des anticipations, ce qui laisse à penser que dans ce pays, les anticipations d'inflation sont stables et bien ancrées (Gospodinov et Wei, 2016).
- Aujourd'hui, les écarts de chômage et de production ont un impact plus modeste que par le passé sur l'inflation mesurée par la hausse des prix à la consommation. Ce recul s'est amorcé au milieu des années 70, mais il s'est stabilisé il y a peu (Blanchard *et al.*, 2015 ; Rusticelli, 2014 ; Rusticelli *et al.*, 2015). Il est probable que cela reflète à la fois un meilleur ancrage des anticipations d'inflation, l'existence de rigidités nominales à la baisse dans un contexte d'inflation très faible, et un impact plus modéré des tensions intérieures sur l'inflation mesurée par la hausse des prix à la consommation, la mondialisation conduisant à une multiplication des biens de consommation importés (FMI, 2006 ; Pain *et al.*, 2008 ; Woodford, 2010 ; et FMI, 2013).
- Si l'on se fonde sur les modèles d'inflation estimés pour les grandes économies avancées, qui reposent sur l'hypothèse d'anticipations d'inflation bien ancrées (Rusticelli *et al.*, 2015), une hausse durable d'un point de pourcentage de l'écart de chômage devrait avoir pour effet de réduire l'inflation sous-jacente d'environ 0.4 point au bout d'un an et demi. Dans ce contexte, la contribution des écarts de chômage à l'inflation depuis la mi-2014 a été relativement mineure, sauf en Italie et en France

Graphique 1.16. Les prix de l'énergie ont tiré l'inflation vers le bas dans l'ensemble de la zone OCDE



1. Les données relatives au Japon n'intègrent pas l'effet estimé des hausses de la taxe sur la consommation intervenues en avril 2014 et en avril 2017.
2. Contribution mensuelle moyenne en rythme annualisé des prix des produits alimentaires, des prix de l'énergie et de l'inflation hors prix des produits alimentaires et de l'énergie à l'évolution de l'indice des prix à la consommation entre juillet 2014 et mars 2016.
3. Dans le cas de la zone euro, les prix des produits alimentaires incluent également ceux des alcools et du tabac.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99 ; Base de données des principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

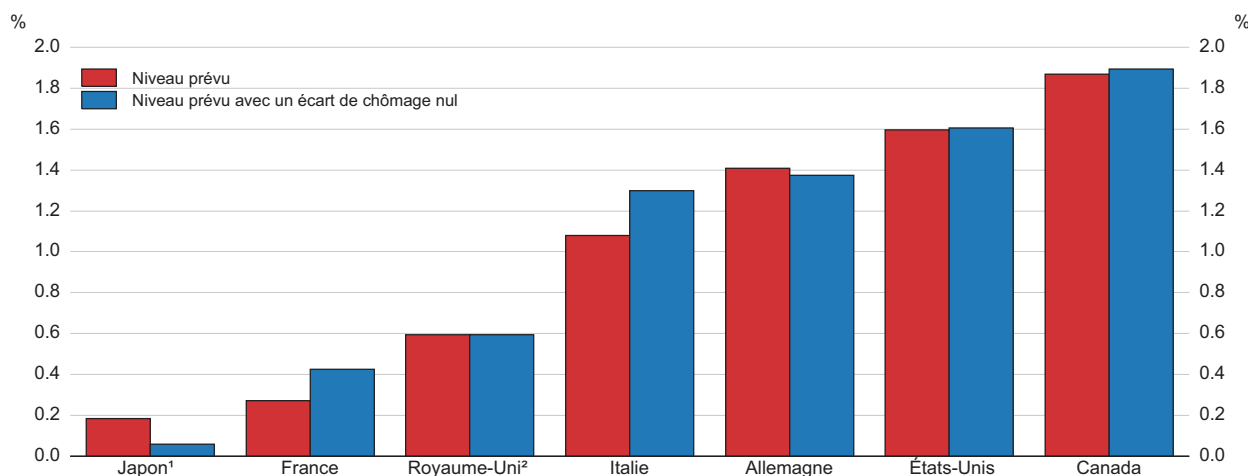
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372087>

(graphique 1.17), ce qui tient aussi au fait que les écarts estimés ont été relativement modestes. En Allemagne et au Japon, les écarts de chômage ont été négatifs et l'inflation a augmenté, contrairement à ce qui s'est passé dans les autres pays analysés.

Les anticipations d'inflation à long terme pourraient être réduites si l'on ne parvenait pas, de manière durable, à atteindre les objectifs d'inflation, ce qui freinerait la hausse des prix à la consommation et des salaires. Des risques de divergence à la hausse ou à la baisse par rapport aux prévisions d'inflation subsistent, en partie du fait des incertitudes qui entourent l'évolution des prix du pétrole. Si l'offre de pétrole ne fait pas l'objet d'un ajustement à la baisse, et dans l'éventualité d'un nouvel accès de faiblesse de l'économie mondiale pesant sur la demande de pétrole, les cours baisseront, de même que l'inflation. Un accord effectif entre les principaux producteurs de pétrole en vue de réduire la production et un redressement de l'économie mondiale permettraient de stimuler l'inflation, mais les récentes réunions de coordination entre les pays producteurs n'ont pas permis de dégager un consensus et par ailleurs, les prévisions de croissance mondiale restent modestes. De la même façon, d'amples variations des taux de change affecteront les prix intérieurs, surtout dans les petites économies ouvertes. Les risques d'une

Graphique 1.17. **L'écart de chômage a peu contribué à l'inflation dernièrement**

Taux moyen d'inflation sous-jacente, en glissement annuel, entre T3 2014 et T4 2015



Note : D'après la courbe de Phillips intégrant des anticipations d'inflation ancrées utilisée par l'OCDE (Rusticelli et al., 2015), les variations du taux d'inflation des prix à la consommation sous-jacente (c'est-à-dire hors prix des produits alimentaires, des boissons, des produits à base de tabac et de l'énergie) peuvent être expliquées par l'écart de chômage, les prix des importations, les anticipations d'inflation ancrées, les variations antérieures de l'inflation et des termes d'erreur résiduels. Le graphique ci-dessus permet de comparer l'inflation prévue à partir des niveaux observés de toutes les variables explicatives et l'inflation prévue en retenant l'hypothèse d'un écart de chômage nul, entre le troisième trimestre de 2014 et le dernier trimestre de 2015.

1. Dans le cas du Japon, le niveau des prix est corrigé de l'effet, estimé à 1.9 point de pourcentage, de la hausse du taux de la taxe sur la consommation intervenue en avril 2014.

2. Dans le cas du Royaume-Uni, les données se rapportent à l'inflation mesurée par l'indice général des prix à la consommation.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372090>

poursuite de la dépréciation de la monnaie et, partant, d'une inflation plus élevée, sont particulièrement vifs dans les économies de marché émergentes et au Royaume-Uni.

Les risques géopolitiques s'aggravent

La sortie potentielle du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit ») constitue un risque majeur de dégradation par rapport aux prévisions. Dans l'attente du référendum, les marchés de capitaux commencent de plus en plus à intégrer le coût du risque éventuel d'un Brexit, caractérisé par une dépréciation de la livre sterling et une hausse des primes de risque sur toute une gamme d'actifs. La confiance des entreprises s'est effritée, les incertitudes autour de l'action publique se sont accrues et la hausse de l'investissement a ralenti. Cela étant, nos projections reposent sur l'hypothèse d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union, avec une croissance commençant à se redresser à partir de la deuxième moitié de 2016. Un Brexit entraînerait un surcroît de volatilité important sur les marchés de capitaux, et inaugurerait une longue période d'incertitude quant à l'évolution future de l'action des pouvoirs publics, avec des conséquences négatives considérables pour le Royaume-Uni lui-même, mais aussi pour l'Union européenne et le reste du monde, comme le montre une analyse récente de l'OCDE (Kierzenkowski et al., 2016) :

- À court terme, en cas de vote favorable à une sortie de l'Union Européenne (UE), il est probable que des incertitudes accrues et prolongées auraient pour effet d'orienter à la hausse les primes de risque au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, dans les autres économies européennes, et qu'elles pèseraient sur les prix des actifs. Un choc de confiance pourrait aussi se traduire par la décision des ménages et des entreprises de

repousser temporairement leurs décisions de dépenses, sur fond de resserrement des conditions de crédit. Une dépréciation brutale de la livre sterling pourrait atténuer ces effets, mais en même temps, elle affecterait les autres économies européennes et provoquerait une hausse de l'inflation au Royaume-Uni. Globalement, cela aurait pour effet de réduire de manière significative la hausse du PIB britannique à partir de la deuxième moitié de 2016 jusque dans le courant de 2018, peut-être d'environ ½ point de pourcentage par an en moyenne. D'ici à 2018, un rude coup serait porté à l'activité dans les autres économies européennes, notamment dans celles qui entretiennent des liens économiques forts avec le Royaume-Uni (encadré 1.1), sachant que de nombreuses économies non européennes verraient également leur production reculer en raison du fléchissement de la demande en Europe.

- En cas de sortie de l'UE, qui se produirait en toute hypothèse au début de 2019, l'économie du Royaume-Uni subirait en outre un choc substantiel sur les échanges. Il est probable que le régime commercial britannique serait profondément modifié, avec un

Encadré 1.1. **Chocs qui affecteraient les marchés de capitaux en cas de « Brexit »**

Si les Britanniques se prononcent lors du référendum à venir pour une sortie de l'Union européenne (UE), on peut s'attendre à une accentuation de l'incertitude, une réduction de la confiance et une série de chocs affectant les marchés de capitaux au Royaume-Uni et dans les autres économies européennes. Les scénarios stylisés présentés dans cet encadré offrent des évaluations indicatives de ces effets sur l'activité mondiale d'ici à 2018, à partir de simulations réalisées avec le modèle économétrique mondial de NiGEM, en s'appuyant sur les travaux de Kierzenkowski *et al.* (2016).

Au Royaume-Uni, il est supposé que les chocs affectant les marchés de capitaux sont d'une amplitude similaire à celle des chocs observés au paroxysme de la crise de la zone euro en 2011-12, mais nettement plus limitée que pendant la crise financière de 2008-09. On pose l'hypothèse que les primes de risque sur les actions et sur les investissements au Royaume-Uni augmentent de 50 points de base au premier semestre de 2016, de 150 points de base entre le second semestre 2016 et 2017, et de 100 points de base en 2018. Cela correspond peu ou prou au choc stylisé décrit par Kierzenkowski *et al.* (2016), fondé sur une augmentation de deux écarts types de l'indice d'incertitude économique liée à l'action publique du Royaume-Uni et de la volatilité des marchés boursiers du Royaume-Uni. On pose également l'hypothèse d'une hausse de 100 points de base de l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs des banques appliqués aux secteurs des ménages et des entreprises entre le second semestre de 2016 et 2017, compte tenu de la possibilité que l'accentuation de l'incertitude entraîne un durcissement des conditions de crédit. Enfin, on suppose que la prime d'échéance sur les obligations d'État britanniques à long terme augmente de 20 points de base en 2016, puis de 50 points de base en 2017 et 2018. Après 2018, on peut s'attendre à ce que les effets de ces chocs financiers se dissipent peu à peu, quoique pas complètement, puisqu'une sortie officielle du Royaume-Uni de l'UE – présumée avoir lieu en 2019 dans Kierzenkowski *et al.* (2016) – constituerait elle-même une source supplémentaire d'incertitude et de risque.

On peut également s'attendre à ce qu'un vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'UE entraîne une dégradation de la confiance, et conduise les ménages britanniques à accroître leur épargne de précaution. Cette augmentation de l'épargne amplifie l'effet négatif induit sur la consommation par le recul de l'activité et la baisse des prix des actifs. Pour prendre en compte ce phénomène, l'hypothèse d'un choc supplémentaire, consistant en une hausse du taux d'épargne *ex ante* des ménages au Royaume-Uni d'un peu plus de 1 point de pourcentage au second semestre de 2016 a été retenue.

Un vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'UE se traduirait aussi probablement par une augmentation des primes de risque sur la livre sterling, entraînant un nouveau mouvement brutal de dépréciation de la monnaie britannique. Cette dépréciation aura probablement un effet plus limité que par

Encadré 1.1. Chocs qui affecteraient les marchés de capitaux en cas de « Brexit » (suite)

le passé, mais à la marge, cela atténuerait sans doute l'impact global des autres forces agissant sur l'économie britannique, tout en accentuant les difficultés auxquelles seraient confrontées d'autres économies, en particulier en Europe. On suppose qu'une dépréciation de 10 % de la livre sterling vis-à-vis du dollar des États-Unis se produira à la mi-2016, tandis que tous les autres taux de change bilatéraux demeureront inchangés. Cette dépréciation est supposée persistante, mais s'atténue progressivement au cours de la période de simulation. En moyenne, le taux de change effectif de la livre sterling est inférieur à son niveau de référence de 6 % environ en 2017 et de 4 % en 2018, ce qui implique une appréciation de l'euro et d'autres devises par rapport à la livre sterling. Il est supposé par ailleurs que les autres taux de change bilatéraux sont supposés rester constants.

La décision du Royaume-Uni de sortir de l'UE pourrait renforcer l'incertitude relative à l'avenir de l'Union européenne et du marché unique. Cette incertitude entraînerait une dégradation des conditions financières dans d'autres pays européens. Pour illustrer l'ampleur possible de ces facteurs, les primes de risque sur les actions et sur les investissements sont supposées augmenter et l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs appliqués aux ménages dans l'ensemble des pays de l'Espace économique européen (EEE), ainsi qu'en Suisse, est supposé se creuser.

Certaines disparités entre pays sont attendues, compte tenu des différences sous-jacentes d'intensité de leurs liens économiques avec le Royaume-Uni. Trois types distincts de liens sont examinés pour les économies européennes : les importations britanniques de biens et de services en provenance de chaque pays en proportion de leur PIB respectif en 2014 ; le stock d'investissements directs et de portefeuille détenu au Royaume-Uni à la fin de 2014 par chaque pays en proportion du PIB de celui-ci en 2014 ; et un indicateur de liens établi à partir de données massives (*big data*) tirées de Google Trends, fondé sur l'intensité relative des recherches du terme « Brexit » entre février et la mi-mai de cette année. On observe une similitude considérable entre les positions occupées par les différents pays dans les classements établis à partir de chacune de ces mesures, puisque pour l'ensemble des pays une corrélation de 0.5 entre les rangs occupés en matière d'échanges et à l'aune des deux autres indicateurs, et une corrélation de 0.8 entre les rangs occupés en matière de liens financiers et de recherches sur le « Brexit » sont observées :

- L'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas sont exposés de manière relativement forte à l'économie britannique pour chacune des trois mesures considérées, tandis que la Suisse et la Norvège y sont fortement exposées en raison de leurs liens financiers ainsi qu'à l'aune de l'indicateur de recherches sur le « Brexit ».
- L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce et la Suède sont modérément exposés à l'économie britannique au regard de chacun des trois liens considérés, proche ou au niveau ou au-dessus de l'exposition médiane observée pour l'ensemble des économies européennes.
- L'Estonie, l'Italie, la Hongrie, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque et la Slovénie sont moins exposés directement au Royaume-Uni. Un certain nombre de petites économies se caractérisent par des liens commerciaux qui correspondent ou sont supérieurs à la médiane des économies européennes, mais sont nettement en deçà de la médiane pour les deux autres mesures considérées.

Ces différences transparaissent dans les différents chocs financiers appliqués à chaque pays dans le modèle NIGEM :

- Dans les économies les plus fortement exposées, les chocs appliqués représentent entre un tiers et la moitié des chocs subis par le Royaume-Uni, les primes de risque sur les actions et sur les investissements augmentant de 75 points de base à leur point culminant et l'écart de taux d'intérêt de 34 points de base. L'Irlande constitue une exception, compte tenu de l'importance de ses échanges bilatéraux et de ses liens financiers, les primes de risque sur les actions et sur les investissements augmentant de 100 points de base à leur point culminant et l'écart de taux d'intérêt de 50 points de base.

Encadré 1.1. Chocs qui affecteraient les marchés de capitaux en cas de « Brexit » (suite)

- Dans les économies modérément exposées, les chocs appliqués représentent entre un quart et un tiers de ceux subis par le Royaume-Uni, les primes de risque sur les actions et sur les investissements augmentant de 50 points de base à leur point culminant et l'écart de taux d'intérêt de 25 points de base.
- Dans les économies caractérisées par une exposition bilatérale plus faible vis-à-vis du Royaume-Uni, les chocs appliqués représentent entre un cinquième et un quart de ceux subis par le Royaume-Uni, les primes de risque sur les actions et sur les investissements augmentant de 40 points de base à leur point culminant et l'écart de taux d'intérêt de 20 points de base.

Aucun choc n'a été appliqué directement dans les économies européennes aux primes d'échéance sur les obligations d'État, ni au taux d'épargne des ménages.

Le modèle NiGEM a été utilisé en mode rétrospectif, car il a été estimé qu'au cours d'une période caractérisée par une incertitude considérable, il serait peu probable que les entreprises et les ménages se comportent comme si l'avenir était connu avec certitude. La politique monétaire est restée une variable exogène (bien que la dépréciation de la livre sterling modifie les conditions monétaires au Royaume-Uni), et la règle de ciblage budgétaire a été laissée inchangée, ce qui implique que les gouvernements réagissent aux différents chocs en s'efforçant de maintenir leur solde budgétaire sur la trajectoire annoncée. Les différences de réaction aux chocs appliqués entre les économies reflètent l'intensité des liens commerciaux avec toutes les autres économies européennes, les différences de sensibilité de la demande intérieure aux variations des conditions financières, et les différences de sensibilité des échanges aux variations du taux de change réel.

Les résultats indiquent que le Brexit provoquerait un ample choc négatif sur l'économie britannique d'ici à 2018, le PIB du Royaume-Uni enregistrant une baisse comprise entre 1¼ et 1½ pour cent par rapport au niveau de référence d'ici là (voir le graphique ci-après), comme dans Kierzenkowski *et al.* (2016). Ce recul est directement imputable à hauteur de 1 point de pourcentage environ aux chocs financiers subis par le Royaume-Uni (y compris la dépréciation de la livre sterling), le reste découlant de l'effet négatif produit sur la demande par les chocs financiers supplémentaires observés dans les autres pays européens. Le coup porté à court terme à l'économie britannique serait plus rude en l'absence de dépréciation de la livre sterling. Tout en atténuant le recul de l'activité, cela accentue initialement les tensions inflationnistes, via l'augmentation des prix des importations, rehaussant de ½ point de pourcentage environ l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation) en 2016-17. L'investissement productif accuse une baisse sensible, de plus de 10 % en 2017 et 2018 par rapport au niveau de référence, tandis que le taux de chômage augmente de ¾ point de pourcentage d'ici à 2018.

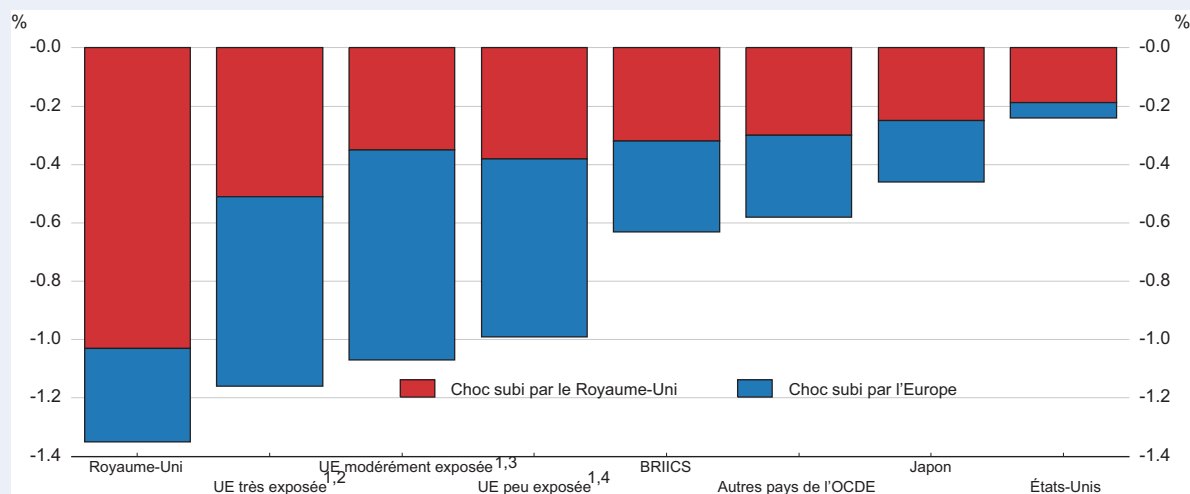
La production dans les autres économies européennes est réduite de 1 point de pourcentage approximativement d'ici à 2018. Ce recul est directement imputable à hauteur de quatre dixièmes environ aux chocs financiers subis par le Royaume-Uni (y compris la dépréciation de la livre sterling), le reste étant attribuable aux chocs financiers supplémentaires observés dans ces économies elles-mêmes. Globalement, le choc subi par les économies les plus exposées au Royaume-Uni est supérieur de ¼ point de pourcentage à celui subi par les économies relativement peu exposées au Royaume-Uni. Une dépréciation plus marquée de la livre sterling vis-à-vis des monnaies des autres économies européennes amplifierait l'effet négatif produit sur ces économies, de même que des chocs plus forts affectant la confiance dans ces économies. Cela dit, une dépréciation de l'euro pourrait contribuer à compenser en partie cet impact négatif, mais au prix d'une accentuation des effets négatifs induits sur la production au Royaume-Uni et dans les économies non européennes.

Le fléchissement de la demande dans les économies européennes a également des répercussions négatives sur le reste du monde, le PIB des BRIICS (Brésil, Russie, Inde, Indonésie, Chine et Afrique du Sud) et des autres économies non membres de l'OCDE reculant de plus de ½ pour cent d'ici à 2018. Au sein de ces groupes, la Turquie et la Russie sont assez durement touchées, compte tenu de leurs liens commerciaux relativement forts avec les économies européennes.

Encadré 1.1. Chocs qui affecteraient les marchés de capitaux en cas de « Brexit » (suite)

Impact des chocs financiers sur le PIB réel d'ici à 2018


Écart par rapport au niveau de référence



Note : Le choc subi par le Royaume-Uni recouvre les chocs affectant les conditions financières et la confiance dans ce seul pays, ainsi qu'une dépréciation de la livre sterling. Le choc subi par l'Europe recouvre les chocs affectant les conditions financières dans toutes les économies de l'Espace économique européen, ainsi qu'en Suisse.

1. Se référer au texte pour connaître les critères utilisés pour classer les spays européens dans les différents agrégats « UE très exposée », « UE modérément exposée » et « UE peu exposée ».
2. L'agrégat « Europe très exposée » recouvre l'Irlande, la Norvège, les Pays-Bas et la Suisse.
3. L'agrégat « Europe modérément exposée » recouvre l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce et la Suède.
4. L'agrégat « Europe peu exposée » recouvre l'Estonie, la Hongrie, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque et la Slovaquie.

Source : calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371911>

relèvement des obstacles à l'accès au marché pour de nombreux exportateurs, notamment dans l'Espace économique européen et dans les 53 pays avec lesquels l'UE a conclu des accords commerciaux. Il s'ensuivrait un nouveau choc sur la demande par le truchement des échanges, et les incertitudes économiques s'en trouveraient sans doute durablement accrues pendant une très longue période. D'ici 2020, le PIB du Royaume-Uni pourrait être inférieur de plus de 3 % par rapport au niveau qu'il aurait normalement atteint s'il était resté au sein de l'UE, le PIB dans le reste de l'UE accusant pour sa part une baisse de 1 % par rapport à une situation de maintien.

- Au fil du temps, l'économie britannique serait en outre confrontée à des difficultés croissantes du côté de l'offre. À plus long terme, l'impact sur le Royaume-Uni d'une sortie de l'UE dépendrait des effets sur l'offre. Une moindre ouverture aux échanges porterait un coup au dynamisme économique et à la productivité. La réduction de l'accès au marché de l'UE entraînerait également une baisse des entrées d'investissement direct étranger, avec des effets connexes négatifs sur l'innovation et la qualité de la gestion des entreprises. L'affaiblissement de l'économie britannique, conjugué à la mise en place éventuelle de restrictions nouvelles à la suite de la sortie de l'UE, ferait baisser l'immigration nette, aggravant ainsi les difficultés du côté de l'offre du fait de la réduction de la main-d'œuvre. Quelques-unes de ces conséquences pourraient être compensées par des réductions du poids de la réglementation au niveau national, mais

l'effet global net sur les niveaux de vie serait fortement négatif. D'ici à 2030, le PIB britannique pourrait être inférieur de plus de 5 % à ce qu'il aurait été en l'absence de Brexit.

Une sortie du Royaume-Uni de l'UE aurait des retombées beaucoup plus importantes si elle devait aussi saper la confiance dans l'avenir de l'Union européenne. Dans un tel scénario, les cours des actions tomberaient encore plus bas et les primes de risque sur les obligations souveraines et les obligations d'entreprise de la zone euro augmenteraient davantage, ce qui freinerait plus fortement la croissance du PIB. Conjugués à une baisse de l'euro, ces phénomènes intensifieraient les pressions exercées sur les finances privées et publiques, en particulier dans les pays où la dette est toujours élevée. Ce risque viendrait s'ajouter aux tensions politiques dont l'Europe est déjà la proie du fait des afflux massifs de migrants et des efforts en cours pour stabiliser la Grèce. Une éventuelle escalade des conflits, notamment en Ukraine et au Moyen-Orient, constitue également un risque de dégradation des prévisions concernant l'activité mondiale.

Des facteurs de vulnérabilité financière perdurent dans les économies de marché émergentes

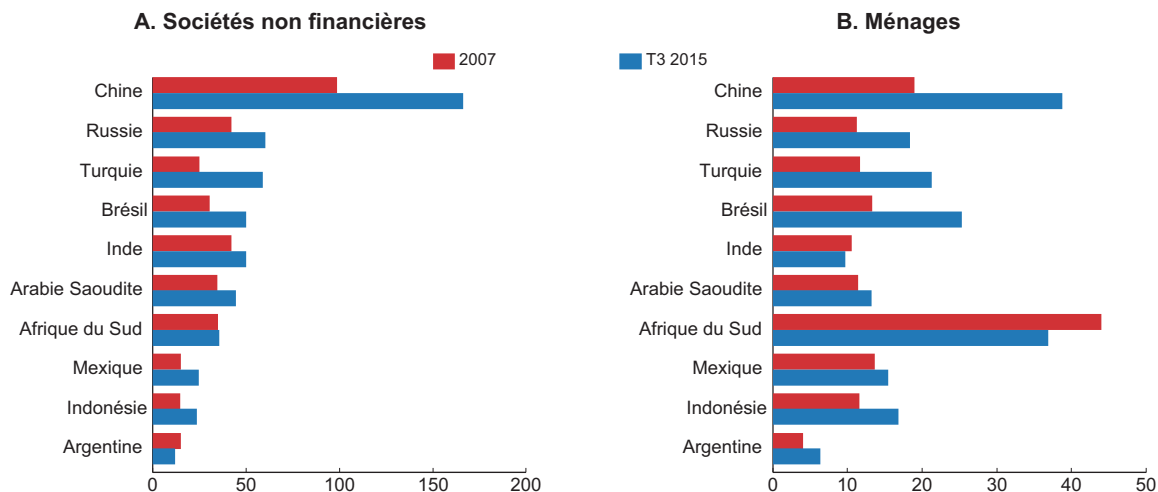
En Chine, les mesures de relance annoncées récemment devraient contribuer à étayer la demande. À ce jour, la réaction des marchés de capitaux a été positive : les marchés d'actions se sont stabilisés, les réserves de change ont cessé de diminuer, le renminbi s'est raffermi vis-à-vis du dollar des États-Unis et les sorties de capitaux ont cessé. Ces mesures prises par les pouvoirs publics auront toutefois inévitablement pour effet de ralentir le rééquilibrage nécessaire entre les dépenses courantes et les dépenses en capital, et elles risquent de faire augmenter encore l'endettement, les excédents de capacités industrielles et la dette publique, qui se situent déjà à des niveaux élevés. De fait, la croissance en glissement annuel des prêts à l'ensemble de l'économie continue de progresser environ deux fois plus vite que le PIB nominal, et les perspectives de la notation budgétaire de la Chine a été revue à la baisse par l'une des principales agences de notation. Dans ce contexte, un ralentissement plus marqué en Chine, avec les turbulences financières qui s'ensuivraient, reste un risque qui pourrait avoir un impact significatif sur la croissance mondiale (OCDE, 2015e).

Après avoir enregistré une détérioration marquée au début de 2016, la confiance s'est redressée il y a peu dans les économies de marché émergentes : les pertes antérieures essuyées sur les marchés boursiers et les marchés des changes sont en voie d'effacement, les écarts de rendement des obligations souveraines diminuent et les sorties d'investissements de portefeuille s'inversent. Toutefois, plusieurs facteurs internes de vulnérabilité subsistent dans certaines économies de marché émergentes, même si nombre d'entre elles sont dans une situation plus favorable que lors des crises passées, grâce à des réserves de change plus importantes et une dette publique plus modeste (annexe 1.2).

- L'expérience passée donne à penser qu'une accumulation rapide de dette privée peut déboucher sur des problèmes de remboursement lorsque la croissance et les bénéfices ralentissent et que le coût du financement augmente. Au Brésil et en Russie, deux pays toujours aux prises avec la récession, et en Chine, en Indonésie et en Turquie, la dette des sociétés non financières exprimée en pourcentage du PIB a augmenté dans des proportions comprises entre 40 et 120 points de pourcentage entre 2007 et le troisième trimestre de 2015 (graphique 1.18). Si les économies de marché émergentes ont pu

Graphique 1.18. Le crédit a sensiblement augmenté dans certaines grandes économies de marché émergentes

Encours en fin de période, en pourcentage du PIB



Note : Crédits accordés par les établissements bancaires et non bancaires, corrigés des ruptures de série. Dans le cas de l'Afrique du Sud, les données de 2007 se rapportent en fait au 1^{er} trimestre de 2008.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372108>

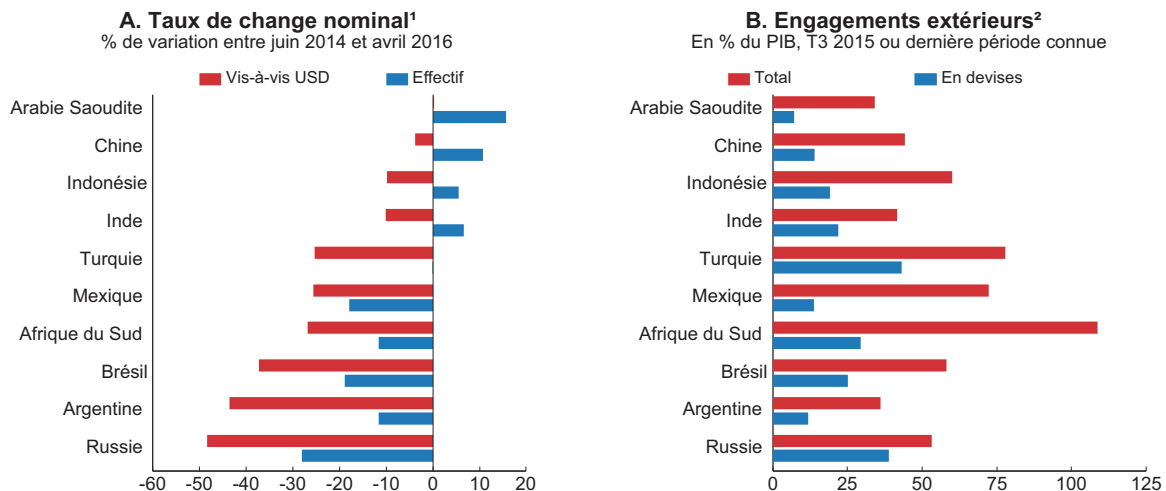
bénéficiaire du coût favorable des emprunts, au plan national comme à l'étranger, ces coûts augmentent depuis 2014 pour nombre d'entre elles. En outre, dans les économies de marché émergentes considérées dans leur ensemble, la rentabilité des sociétés non financières est en recul depuis la fin de 2011 (Chui et al., 2016 ; OCDE, 2016b). Au Brésil, en Chine et en Turquie, l'endettement des ménages a lui aussi quasiment doublé au cours de la même période (à partir d'un niveau modeste).

- L'aggravation des tensions politiques ou géopolitiques dans certaines économies de marché émergentes, en particulier en Afrique du Sud, au Brésil, en Russie et en Turquie, pourrait éroder la confiance des investisseurs. Des relèvements plus importants que prévu des taux directeurs aux États-Unis pourraient aussi provoquer des sorties de capitaux des économies de marché émergentes.
- Les mouvements passés de dépréciation des monnaies ont renchéri le coût du service des dettes libellées en devises, notamment en Afrique du Sud, au Brésil, en Russie et en Turquie, du fait de l'ampleur de la dépréciation de leur taux de change depuis la mi-2014 et de l'importante proportion de leur dette extérieure libellée en devises (graphique 1.19)¹. Alors même que ces dépréciations n'ont pas, dans ces économies, provoqué de tensions majeures dans le secteur bancaire et dans celui des entreprises, on peut s'interroger sur la résilience des pays concernés en cas de nouvelles dépréciations.

Le nombre de défaillances sur des dettes d'entreprises a augmenté en 2015 dans les économies de marché émergentes, mais pour l'instant, il y a peu de signes que les


1. De plus, la majorité des prêts bancaires en dollars des États-Unis accordés à des emprunteurs non bancaires en Russie et en Turquie ont été émis par des banques locales (McCauley et al., 2015) et ne sont donc pas classés dans la dette extérieure. On estime que dans la plupart des économies de marché émergentes, la plus grosse partie de la dette extérieure libellée en devises l'est en dollars des États-Unis, la part de la dette libellée en yen et en euros étant faible, sauf dans les économies qui entretiennent des liens commerciaux relativement étroits avec le Japon et la zone euro respectivement (OCDE, 2015b).

Graphique 1.19. **La vulnérabilité externe des économies de marché émergentes s'est accentuée en raison de la dépréciation de leurs monnaies**



- Des valeurs négatives indiquent une dépréciation de la monnaie du pays considéré vis-à-vis du dollar des États-Unis (USD) ou vis-à-vis d'un panier de monnaies pondérées en fonction des échanges (taux de change effectif).
- Les engagements en devises recouvrent les prêts bancaires, les autres engagements au titre d'investissements et les engagements extérieurs au titre d'euro-obligations. Ces derniers sont mesurés par la différence entre les encours de titres de dette par nationalité de l'émetteur et par pays de résidence de l'émetteur ; ils prennent la valeur zéro lorsque cette différence est négative.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99 ; Banque des règlements internationaux ; Fonds monétaire international ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372110>

entreprises et les ménages soient confrontés à des difficultés financières généralisées et ce, malgré le ralentissement de la croissance, la faiblesse des cours des produits de base, et les fortes dépréciations des monnaies observées récemment. En ce qui concerne les positions de change, l'une des explications possibles est que les risques de change ont pu être couverts de manière satisfaisante, soit grâce à une proportion élevée de recettes en devises, soit par le biais d'instruments financiers. Pour les producteurs de produits de base dont les recettes d'exportation sont également libellées largement en dollars des États-Unis, la couverture naturelle a été affaiblie par le recul des cours mondiaux des produits de base. Il est également possible qu'une fraction importante de remboursements ne soit pas encore venue à échéance. Dans certains pays, les pouvoirs publics sont en outre intervenus pour atténuer les tensions, les banques centrales agissant alors en tant que prêteurs en dernier ressort et mobilisant leurs réserves de change pour proposer des lignes de crédit réciproque à l'intention des entreprises touchées². Les créances douteuses et litigieuses dans le secteur bancaire sont en augmentation dans plusieurs pays, dont l'Inde où la croissance a été comparativement robuste, mais la hausse est étonnamment modeste dans les pays où le PIB a fortement reculé. Ce phénomène reflète peut-être la bienveillance des autorités de surveillance qui pourraient avoir autorisé certaines banques à repousser le classement de prêts nationaux dans la catégorie des créances douteuses et litigieuses. De telles mesures contribuent certes à maintenir la stabilité financière à court terme, mais elles ont pour conséquence d'accroître l'aléa moral et, si elles sont maintenues pendant une longue durée, elles empêchent de redéployer les ressources en les retirant des

- Par exemple, la banque centrale du Brésil a proposé des contrats d'échange de devises protégeant leurs détenteurs des dépréciations des monnaies, les pertes étant supportées par les autorités budgétaires.

entreprises non viables, ce qui a des conséquences négatives potentielles sur la hausse de la productivité et de l'emploi.

Action requise de la part des pouvoirs publics

L'atonie de la hausse de la demande et de la productivité, la faiblesse de l'inflation, l'existence de risques considérables de révision des prévisions à la baisse et, dans certains domaines, le niveau toujours élevé du chômage appellent, sur la durée et de manière bien équilibrée, à des mesures de relance macroéconomique et à des réformes structurelles propres à améliorer la productivité. Les besoins en matière d'action publique varient d'un pays à l'autre, ce qui s'explique par leurs différences de position conjoncturelle, par les mesures prises par les pouvoirs publics dans le passé et par la marge de manœuvre qui en résulte. L'adoption d'une approche mieux coordonnée et plus globale de l'action publique, tant au plan national qu'international, ouvre des perspectives de sortie de l'environnement actuel de faible croissance mondiale, dans lequel un doublement du niveau de vie des citoyens des pays de l'OCDE exigerait soixante-dix ans, soit une période plus de deux fois plus longue qu'il y a de cela vingt ans.

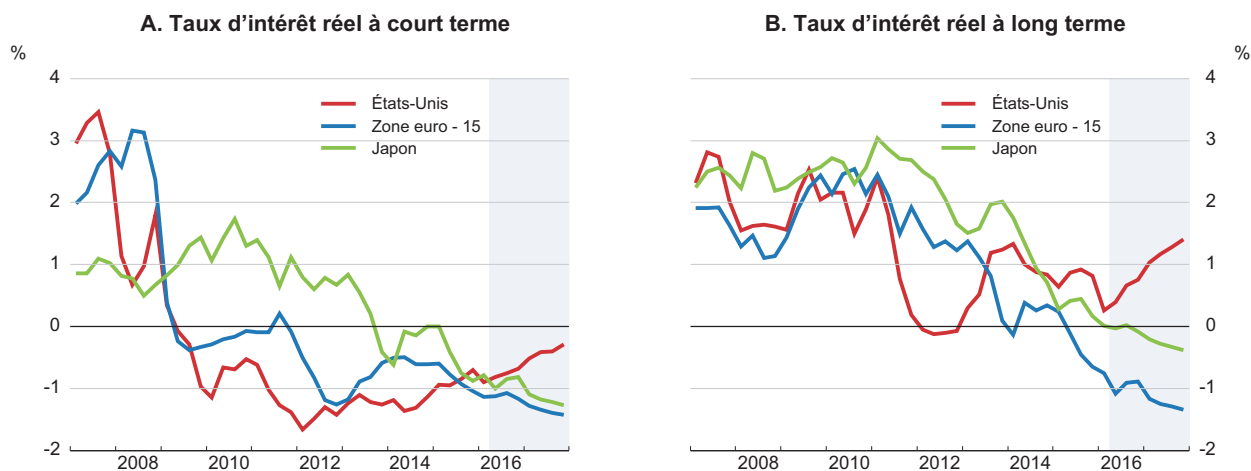
La nécessité et la portée des mesures que prendraient les pouvoirs publics pour compenser les faiblesses conjoncturelles actuelles varient d'une grande économie émergente à l'autre

En Chine, les mesures soutenues de relance monétaire et budgétaire, conjuguées à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt et à l'augmentation des dépenses (annexe 1.1), semblent suffisantes pour assurer que la croissance, à court terme, ne décélère que graduellement, tout en augmentant les risques potentiels à moyen terme. Néanmoins, un recentrage de ces mesures de relance sur la réduction de l'épargne de précaution des ménages (grâce à des politiques propices à une telle évolution en matière de retraite, d'enseignement et de santé) favoriseraient la transition souhaitée vers une économie fondée davantage sur les services et la consommation, et atténuerait les risques financiers associés à des niveaux d'endettement élevés et à l'instabilité des cours des actions et des taux de change. Au Brésil et en Russie, la récession marquée appelle des politiques accommodantes, mais la marge de relance est limitée du fait du niveau élevé des déficits budgétaires et de l'inflation. Les dépenses publiques devraient être réduites en proportion de la baisse des cours des produits de base, et ces coupes devraient être ciblées sur les subventions plutôt que sur les infrastructures et l'enseignement, sachant que les conséquences négatives des réductions de dépenses sur la croissance sont amplifiées dans ces domaines. La modération attendue de l'inflation et l'appréciation récente des monnaies nationales offre une certaine latitude pour abaisser les taux d'intérêt. De la même façon, en Inde, si l'inflation continue de refluer, les autorités monétaires pourraient abaisser les taux d'intérêt en 2017, tandis que d'autres mesures devraient être prises pour améliorer la transmission de la politique monétaire. Les autorités indiennes devraient également continuer de réduire le déficit budgétaire en améliorant la mobilisation des ressources fiscales, tout en consacrant davantage de dépenses aux infrastructures physiques et sociales.

La politique monétaire ne peut, à elle seule, relancer la croissance à court et à long terme et ses effets distorsifs s'accroissent


Dans les économies avancées, la politique monétaire a été extrêmement accommodante ces dernières années (graphique 1.20), mais elle ne peut, à elle seule,

Graphique 1.20. Les taux d'intérêt réels à court et à long terme sont faibles, voire négatifs



Note : Les taux d'intérêt réels sont calculés à l'aide de l'inflation sous-jacente en glissement annuel (mesurée par la hausse des prix à la consommation). Les données relatives au Japon n'intègrent pas l'effet estimé des hausses de la taxe sur la consommation intervenues en avril 2014 et en avril 2017.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372125>

soutenir suffisamment l'activité durant une période prolongée, comme en témoigne la faiblesse persistante de la croissance et de l'inflation. La zone euro et le Japon ont adopté récemment de nouvelles mesures d'assouplissement en étendant la portée et la durée des programmes d'achat d'actifs et en introduisant des taux de rémunération des dépôts négatifs. À l'inverse, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux directeur de 25 points de base en décembre 2015 et devrait poursuivre ce resserrement progressif en 2016-17, si son double objectif de plein emploi et de stabilité des prix semble se réaliser comme prévu. L'orientation de la politique monétaire américaine reste globalement accommodante et le FOMC (*Federal Open Market Committee*) a modifié à la baisse la trajectoire prévisionnelle des taux d'intérêt futurs.

La reconduction d'une politique monétaire très accommodante durant une longue période a également induit un certain nombre de distorsions. Il semble donc que les effets positifs marginaux nets de la politique monétaire en termes de hausse de la demande globale aient diminué, et que son efficacité soit sapée par des contraintes du côté de l'offre, sur lesquelles les autorités monétaires ne peuvent agir directement.

- Après cette période de taux d'intérêt très bas, certaines banques centrales mènent maintenant une politique de taux d'intérêt négatifs. Si elle est mise en œuvre de manière prolongée, les banques verront leurs bénéfices baisser encore si les taux de rémunération des dépôts ne peuvent être amenés en dessous de zéro (encadré 1.2). La rentabilité des banques est mise à mal par l'aplatissement de la courbe des rendements découlant de cette politique (graphique 1.21) et la faiblesse généralisée des taux d'intérêt (Borio *et al.*, 2015 ; Claessens *et al.*, 2016). En conséquence, pour préserver leur rentabilité, les banques privées pourraient être contraintes de maintenir ou d'augmenter le coût du crédit et les frais bancaires. Or, la stabilité financière suppose de parvenir à un juste équilibre entre l'octroi de prêts à des taux plus élevés à des clients jugés moins solvables ou l'investissement dans des actifs plus risqués (ce qui fait partie des objectifs d'une

Encadré 1.2. Effets des taux d'intérêt négatifs des banques centrales

Plusieurs banques centrales ont adopté des taux directeurs négatifs dans l'objectif de stimuler l'inflation et la rapprocher de son objectif, ou d'atténuer les tensions qui s'exerçaient en faveur d'une appréciation de leur monnaie¹. Les taux d'intérêt négatifs dénotent une orientation plus accommodante de la politique monétaire et visent à relancer l'activité en provoquant une baisse des taux d'intérêt à court et à long terme du marché. Une telle décision, associée à une politique monétaire inchangée à l'étranger, devrait théoriquement conduire à une dépréciation de la monnaie nationale. Le maintien de taux d'intérêt négatifs devrait également encourager les banques à prendre davantage de risques et, partant, assouplir les conditions de crédit (Buiter et Panigirtzoglou, 2003), et pourrait renforcer le canal du rééquilibrage des portefeuilles s'il va de pair avec d'importants achats d'obligations à long terme, entraînant une baisse des taux d'intérêt à plus long terme (Goodfriend, 2000).

Les taux d'intérêt directeurs négatifs se sont répercutés sur les taux d'intérêt à court terme du marché. En effet, sur les marchés monétaires de toutes les économies ayant adopté de telles mesures, hormis la Hongrie et la Norvège, les taux évoluent en dessous de zéro, tandis qu'au Danemark comme en Suède, les taux d'intérêt sur les dépôts à terme importants sont eux aussi passés en territoire négatif (Jensen et Spange, 2015 ; Jackson, 2015 ; tableau ci-après). Dans la plupart des pays, les rendements des obligations à long terme et les taux d'intérêt des prêts bancaires ont également diminué, certains taux devenant même négatifs. Cependant, ces effets ne peuvent être intégralement attribués aux baisses de taux d'intérêt, dans la mesure où plusieurs banques centrales ont poursuivi leurs achats d'obligations d'État et d'obligations du secteur privé. Au Danemark et en Suisse toutefois, certains taux de prêts et frais bancaires ont été relevés (Bech et Malkhozov, 2016).

Les taux d'intérêt appliqués à différentes échéances sont devenus négatifs

	Banque centrale		Marché au jour le jour	Rendements des obligations d'État						
	principal ¹	dépôts ²		1 an	2 ans	3 ans	5 ans	7 ans	10 ans	15 ans
Suisse	-0.25	-0.75	-0.96	-0.86	-0.92	-0.92	-0.77	-0.59	-0.32	..
Suède	-0.50	-1.25	-0.52	..	-0.55	-0.44	-0.13	0.16	0.64	..
Danemark	0.00	-0.65	-0.22	..	-0.36	-0.27	-0.06	..	0.47	..
Allemagne	0.00	-0.40	-0.30	-0.47	-0.50	-0.48	-0.35	-0.18	0.20	0.50
Pays-Bas	0.00	-0.40	-0.30	-0.48	-0.49	-0.45	-0.33	-0.11	0.31	0.49
Finlande	0.00	-0.40	-0.30	-0.47	-0.45	-0.40	-0.21	0.14	0.47	..
Autriche	0.00	-0.40	-0.30	-0.35	-0.45	-0.40	-0.17	0.03	0.56	..
France	0.00	-0.40	-0.30	-0.42	-0.42	-0.37	-0.17	0.03	0.55	1.04
Belgique	0.00	-0.40	-0.30	-0.44	-0.44	-0.44	-0.25	0.00	0.48	1.09
Irlande	0.00	-0.40	-0.30	-0.32	-0.28	-0.17	-0.04	..	0.80	1.29
Italie	0.00	-0.40	-0.30	-0.08	0.00	0.01	0.29	0.74	1.44	1.86
Japon	..	-0.10	-0.01	-0.21	-0.23	-0.23	-0.21	-0.19	-0.06	0.14
Norvège	0.50	-0.50	0.60	..	0.51	..	0.80	1.03	1.32	..
Hongrie	1.05	-0.05	1.20	1.04	1.35	1.62	..	2.63	2.93	..

Note : Taux d'intérêts moyens pour la période du 1er février au 18 mai 2016 (en excluant les taux directeurs des banques centrales).

1. Au 18 mai 2016. Le taux directeur principal de la banque centrale désigne : le haut de la fourchette cible pour le taux LIBOR à 3 mois en Suisse ; le taux de prise en pension en Suède ; le taux du compte courant créditeur au Danemark ; le taux des principales opérations de refinancement dans les pays de la zone euro ; le taux directeur (taux des dépôts à vue) en Norvège ; et le taux des dépôts à trois mois en Hongrie.

2. Au 18 mai 2016. Le taux de rémunération des dépôts auprès de la banque centrale désigne : le taux appliqué aux réserves excédentaires au Danemark, au Japon, en Norvège et en Suisse ; et le taux de la facilité de dépôt dans la zone euro, en Suède et en Hongrie.

Source : Factset ; et Thomson Reuters.

Encadré 1.2. Effets des taux d'intérêt négatifs des banques centrales (suite)

Il est difficile d'isoler les incidences des taux d'intérêt négatifs sur les taux de change, étant donné que d'autres mesures peuvent infléchir la politique monétaire intérieure, et que les politiques monétaires extérieures peuvent aussi évoluer. En tout état de cause, les taux d'intérêt négatifs ont probablement contribué à modérer les tensions qui s'exerçaient en faveur d'une appréciation de la monnaie au Danemark et en Suisse. Néanmoins, dans la zone euro, le taux de change effectif, qui s'est d'abord déprécié de près de 10 %, a ensuite retrouvé son niveau initial, tandis qu'au Japon, le yen s'est apprécié.

Appliqués sous forme pure, des taux d'intérêt négatifs produiraient, par ricochet, des effets dommageables sur la croissance et la demande de crédit, dans la mesure où ils réduisent la rentabilité des banques lorsque la baisse du rendement des réserves qu'elles détiennent auprès de la banque centrale ne peut être compensée par une diminution de leurs coûts de financement. Néanmoins, tels qu'ils sont appliqués et compte tenu du comportement actuel des banques, les taux d'intérêt négatifs ne se traduisent pas dans les faits par ces résultats théoriques. Le coût des taux d'intérêt appliqués aux fonds déposés par les établissements financiers auprès des banques centrales a jusqu'à ce jour été limité et n'a représenté qu'une fraction modeste de leurs bénéfices (voir la dernière colonne du tableau ci-après). Cela s'explique par l'existence de différents mécanismes d'exemption (réserves subdivisées en différentes catégories au Danemark, au Japon, en Norvège et en Suisse ; exemption des réserves obligatoires dans la zone euro et au Japon). En Suède, ce coût est moindre, car en pratique, les banques n'ont pas recours à la facilité de dépôt, puisqu'elles peuvent acheter des certificats de la Banque de Suède (*Sveriges Riksbank*) ou tirer parti des

Caractéristiques des mécanismes d'application de taux d'intérêt nég

	Montant total / TI moyen ¹	Comptes courants			Dépôts à taux négatifs		Produit d'intérêts annuel net des fonds déposés à la banque centrale, % bénéfiques des banques ²
		TI > 0	TI = 0	TI < 0	jour le jour	une semaine	
Danemark	Plafonds individualisés pour les comptes courants (32 milliards DKK au total)						
Volume	111	0	30	81	-	-	-2.04
Taux d'intérêt	-0.47	-	0.00	-0.65	-	-	
Zone euro	Réserves obligatoires exonérées de taux d'intérêt négatifs						
Volume	944		115	828	-	-	-1.91 / -2.18
Taux d'intérêt	-0.35		0.00	-0.40	-	-	
Japon	La Banque du Japon a défini trois catégories de dépôts associées à des taux différents, et maintient le solde de la catégorie assortie d'un taux d'intérêt négatif dans une fourchette de 10 000 à 30 000 milliards JPY						
Volume	276	209	45	21	-	-	3.13
Taux d'intérêt	0.07	0.10	0.00	-0.10	-	-	
Suède	Les coûts liés aux taux négatifs sont limités grâce à des dépôts à terme soumis à des taux négatifs plus faibles.						
Volume	278	0	0	0.08	100	178	-0.35 / -0.36
Taux d'intérêt	-0.54	-	0.00	-1.25	-0.60	-0.50	
Suisse ³	Plafonds d'exonération individualisés (vingt fois le montant des réserves obligatoires de la période oct.-nov. 2014)						
Volume	421	0	293	128	-	-	-4.58
Taux d'intérêt	-0.23	-	0.00	-0.75	-	-	

Note : TI est l'abréviation de taux d'intérêt. Les montants sont indiqués en milliers de milliards de JPY pour le Japon, et en milliards de monnaie officielle pour les autres économies. Les taux d'intérêts sont exprimés en pourcentage.

1. Données relevées fin avril 2016 pour le Danemark et la Suède, fin mars 2016 pour la Suisse, et le 11 mai 2016 pour la zone euro. Dans le cas du Japon, les données se rapportent aux moyennes de la période de constitution de réserve d'avril 2016.

2. Pour la zone euro et la Suède, la valeur la moins négative est obtenue en supposant un niveau constant des réserves et des dépôts à court terme aux dates de référence. La valeur moins élevée (ou plus négative) est obtenue en supposant que les réserves et les dépôts à court terme augmenteront en 2016 à proportion des achats d'actifs prévus à ce jour (et que les opérations de refinancement à plus long terme augmenteront de 500 milliards EUR). Les bénéfices annualisés correspondent à l'année 2014 pour le Danemark et la Suède, et à des estimations fondées sur les données du S1 2014 pour la zone euro, du S1 2015 pour le Japon, et de la période T1-T3 2015 pour la Suède (grandes banques exclusivement).

3. Banques nationales uniquement.

Source : Factset ; et Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933373541>

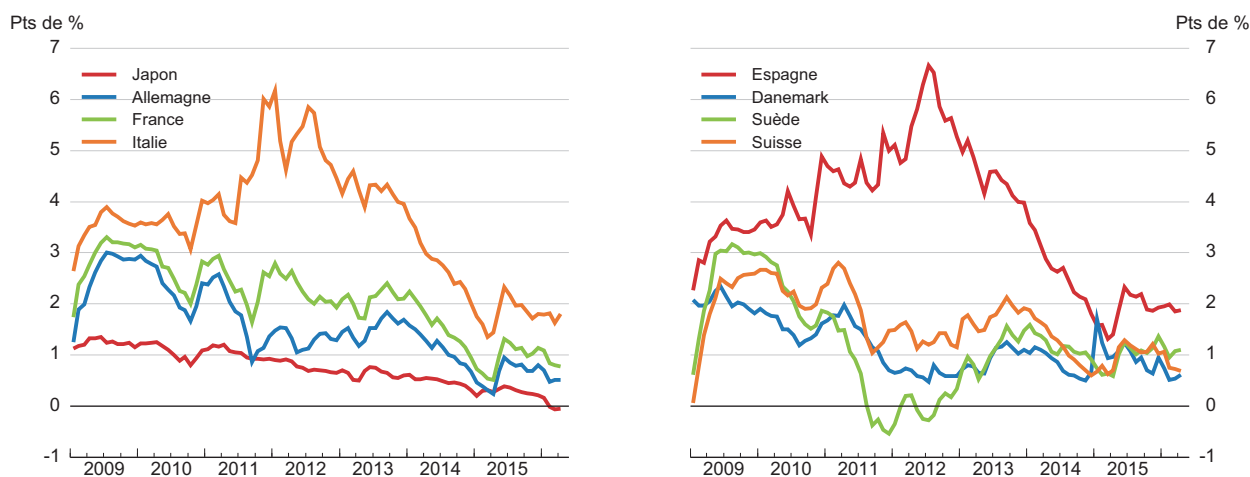
Encadré 1.2. Effets des taux d'intérêt négatifs des banques centrales (suite)

opérations de réglage fin au jour le jour pour lesquelles les taux d'intérêt sont moins négatifs que celui qui s'applique à la facilité de dépôt. En conséquence, dans tous les pays, les taux d'intérêt moyens appliqués aux fonds placés à la banque centrale sont moins négatifs que les taux des dépôts auprès de la banque centrale. Actuellement, le Japon, la Hongrie et la Norvège sont dotés des systèmes les moins coûteux pour le secteur bancaire. Au Japon, les banques dans leur ensemble continuent à percevoir des produits d'intérêts nets positifs au titre de leurs réserves excédentaires. En Hongrie, en l'absence d'excès de liquidités, le taux négatif de rémunération des dépôts n'est pas appliqué dans les faits, et les banques peuvent utiliser une facilité de dépôt à 3 mois rémunérée par un taux d'intérêt positif (qui s'établit actuellement à 1.2 %). De même, en Norvège, les banques ont maintenu le niveau de leurs dépôts auprès de la Banque de Norvège (*Norges Bank*) en deçà des quotas, de sorte que leurs dépôts ont été rémunérés au taux positif des dépôts à vue (qui s'établit actuellement à 0.5 %).

Le coût pour les banques des taux d'intérêt négatifs va augmenter avec l'expansion des bilans des banques centrales (qu'elle résulte d'achats d'actifs ou d'interventions sur le marché des changes) et l'accroissement concomitant des réserves. La possibilité pour les banques de compenser la baisse de leurs bénéfices sera déterminée par leur modèle économique et par les pressions concurrentielles. Elle sera particulièrement limitée pour les banques dont le bilan comprend une part significative de dépôts de détail, qui s'exposeraient à des retraits massifs si elles répercutaient les taux d'intérêt négatifs, en particulier pour les petits dépôts de détail, la thésaurisation de liquidités d'un montant peu élevé n'étant pas très coûteuse. Le Japon constituera l'exception à la règle, malgré l'intention de sa banque centrale de poursuivre ses achats d'actifs, dans la mesure où la catégorie de dépôts assortie d'un taux d'intérêt négatif a été plafonnée aux alentours de 30 000 milliards JPY.

1. La Banque de Suède en juillet 2009, la Banque nationale du Danemark en juillet 2012, la Banque centrale européenne en juin 2014, la Banque nationale suisse en décembre 2014, la Banque de Norvège en septembre 2015, la Banque du Japon en février 2016 et la Banque de Hongrie en mars 2016. Pour l'essentiel, l'opération portait sur l'adoption par ces banques centrales de taux de rémunération des dépôts négatifs ; cependant, la Banque de Suède a également fixé le taux de ses prises en pension en dessous de zéro, et la Banque nationale suisse a introduit une fourchette cible négative pour le taux LIBOR à 3 mois.

Graphique 1.21. La pente de la courbe des rendements a diminué
Écart entre le rendement des obligations d'État à 10 ans et le taux d'intérêt au jour le jour



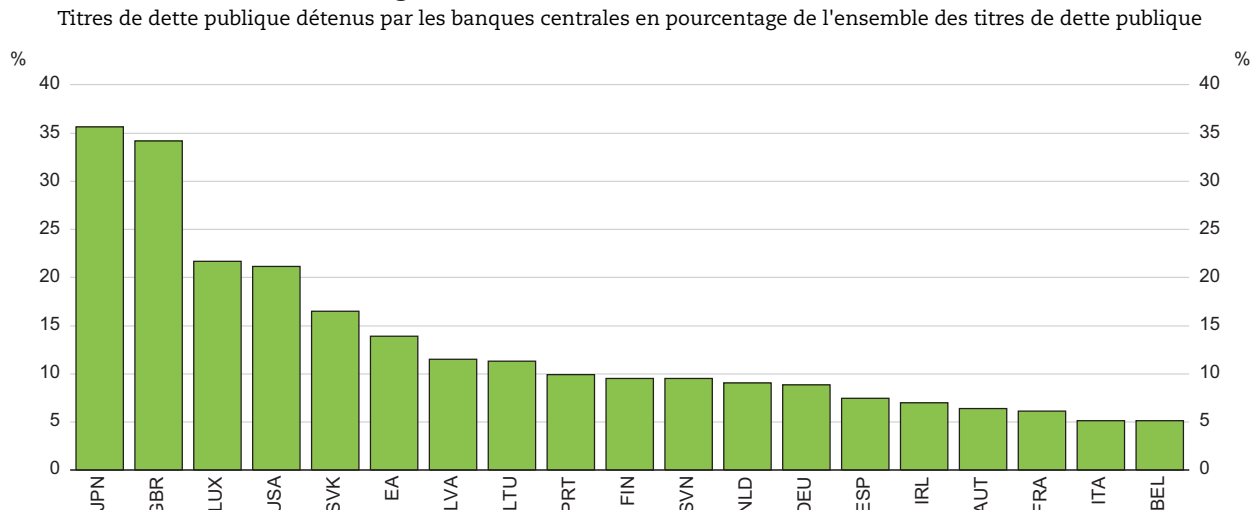
Source : Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372132>


politique monétaire plus accommodante), d'une part, et la stimulation de la croissance escomptée des mesures d'assouplissement monétaire, d'autre part.

- En outre, la persistance d'un environnement de taux d'intérêt faibles ou négatifs est une source de difficultés financières croissantes pour les fonds de pension et les établissements financiers qui commercialisent des polices d'assurance-vie offrant des rendements définis avant la crise ou reposant sur des taux nominaux fixes (OCDE, 2015c). En effet, lorsque le taux d'actualisation évolue à la baisse, la valeur actualisée des passifs des fonds de retraite à prestations définies et des compagnies d'assurance-vie progresse davantage que celle des actifs, diminuant la solvabilité de ces entreprises. Dans ce contexte, les sociétés d'assurance-vie dont les volants de capitaux sont proches du niveau minimum réglementaire ont déjà accru la part des actifs plus risqués dans leurs investissements (FMI, 2016). La sensibilité plus marquée aux variations des taux d'intérêt a également accentué la corrélation entre les cours des actions des sociétés d'assurance-vie, ce qui semble indiquer un renforcement du risque systémique.
 - Une période prolongée de taux d'intérêt très faibles ou négatifs aura un effet de relance plus limité sur la consommation si certains ménages épargnent davantage, parce qu'ils anticipent des rendements futurs plus modestes, ou si les fonds de pension renvoient à la hausse les cotisations que doivent leur verser les salariés. Ces éventualités sont particulièrement probables pour les pays dont la population est vieillissante et dont les ménages possèdent un volume important d'actifs financiers, ainsi que dans les cas où la baisse des taux d'intérêt cesse d'être répercutée sur les ménages endettés.
 - Par leurs achats réitérés d'obligations d'État, les banques centrales ont acquis le statut d'acheteurs et de détenteurs prédominants de titres de dettes souveraines (graphique 1.22). Cela pourrait limiter la liquidité du marché, et avoir des retombées négatives en termes de volatilité des marchés³.
 - Les effets de distorsion induits sur les marchés de la dette publique peuvent être atténués en élargissant le champ d'application des programmes d'achat d'actifs aux obligations et aux actions du secteur privé, mais un tel choix impliquerait des risques différents pour les banques centrales et aurait des effets sur la distribution des revenus. En effet, les achats d'obligations ou d'actions de sociétés réduisent les coûts de financement des grandes entreprises pour l'essentiel, les petites entreprises se trouvant désavantagées.
 - Le canal de la politique monétaire reposant sur le taux de change est neutralisé lorsque plusieurs autorités monétaires abaissent les taux d'intérêt de manière simultanée. Même dans la mesure où une baisse des taux d'intérêt conduit à une dépréciation de la monnaie, l'efficacité des taux directeurs négatifs pourrait être moindre que par le passé en termes de relance de l'activité, certains éléments indiquant que le volume des échanges est de moins en moins sensible aux variations de la compétitivité (Ollivaud et al., 2015).
 - La hausse des prix des logements s'est accélérée dans plusieurs économies avancées, en partie sous l'effet des mesures de relance monétaire. Une augmentation rapide des prix
3. D'après certaines mesures, la liquidité du marché des obligations d'État japonaises a diminué après l'expansion du programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif en octobre 2014, mais on ignore si cela était dû aux achats d'obligations de la Banque du Japon (Kurosaki et al., 2015). Plus récemment, dans le cadre d'une enquête, des courtiers en obligations japonaises ont estimé que la liquidité du marché s'était dégradée (Banque du Japon, 2016).

Graphique 1.22. **Certaines banques centrales sont devenues des détenteurs prédominants d'obligations d'État émises dans leur économie**



Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Banque du Japon ; Bureau de gestion de la dette du Royaume-Uni ; Banque centrale européenne (BCE) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372147>

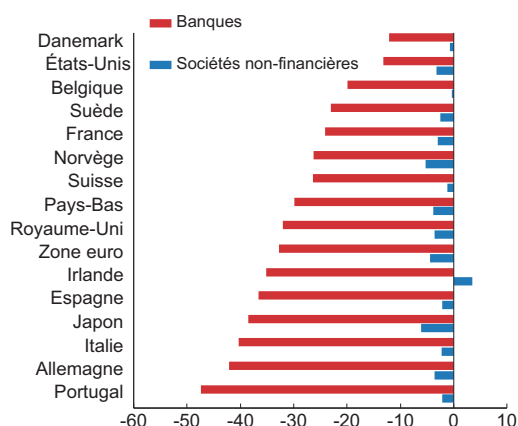
de l'immobilier accentue les risques d'instabilité financière et appelle donc des mesures prudentielles. Celles-ci devraient contribuer à contenir la hausse des prix de l'immobilier, mais même des mesures très contraignantes pourraient se révéler en pratique insuffisantes pour enrayer la progression continue des prix des logements, ce qui poserait la question de leur compatibilité avec le besoin de soutenir la demande⁴.

Les effets secondaires pour le secteur bancaire de la politique monétaire très accommodante ont été renforcés par la mise en œuvre récente de réglementations prudentielles. Les obligations de premier rang émises par les banques sont devenues plus risquées et donc plus coûteuses, puisqu'elles peuvent maintenant être utilisées pour couvrir les pertes éventuelles des banques, suivant la logique des mécanismes de « renflouement interne » par opposition aux mesures de renflouement prises par les pouvoirs publics. Dans plusieurs pays européens et au Japon, les rendements négatifs des obligations souveraines, détenues par les banques au titre du ratio de liquidité à court terme, entraînent une baisse des bénéfices des banques et des rendements des actifs qu'elles détiennent (OCDE, 2016b)⁵. La conjonction de ces facteurs a contribué à accentuer les tensions dans les secteurs bancaires des principales économies avancées au début de l'année. Les cours des actions des banques ont chuté, ce qui révèle un écart grandissant entre la valeur de marché et la valeur comptables des banques, en particulier dans certains pays de la zone euro et au Japon (graphique 1.23).

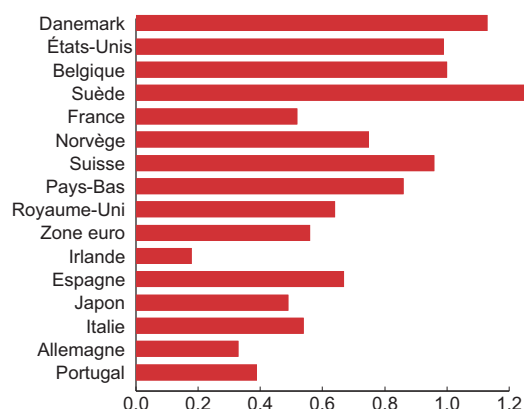
4. Selon Akinci et Olmstead-Rumsey (2015), les mesures macroprudentielles, en particulier celles qui visent directement à limiter la hausse du crédit au logement, sont associées à une progression moindre des prix de l'immobilier. Toutefois, selon Cerutti et al. (2015), ces mesures macroprudentielles seraient moins efficaces dans les pays plus avancés et les économies plus ouvertes, où leur mise en œuvre se traduit par un recours accru aux emprunts transfrontaliers.
5. Les titres d'État nationaux (ou de la zone euro) ne représentent que 1 % environ du total des actifs au Danemark, en Suède et en Suisse, quand ils atteignent 5 % à 12 % de ce total dans la plupart des pays de la zone euro et au Japon.

Graphique 1.23. Les marchés sont devenus pessimistes quant aux perspectives d'évolution des banques

A. Diminution en pourcentage des cours des actions du secteur bancaire en glissement annuel en mai 2016



B. Ratio cours/valeur comptable au mois de mai 2016



Source : Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372154>

Les politiques budgétaires et structurelles devraient être utilisées plus activement pour alléger le fardeau des autorités monétaires

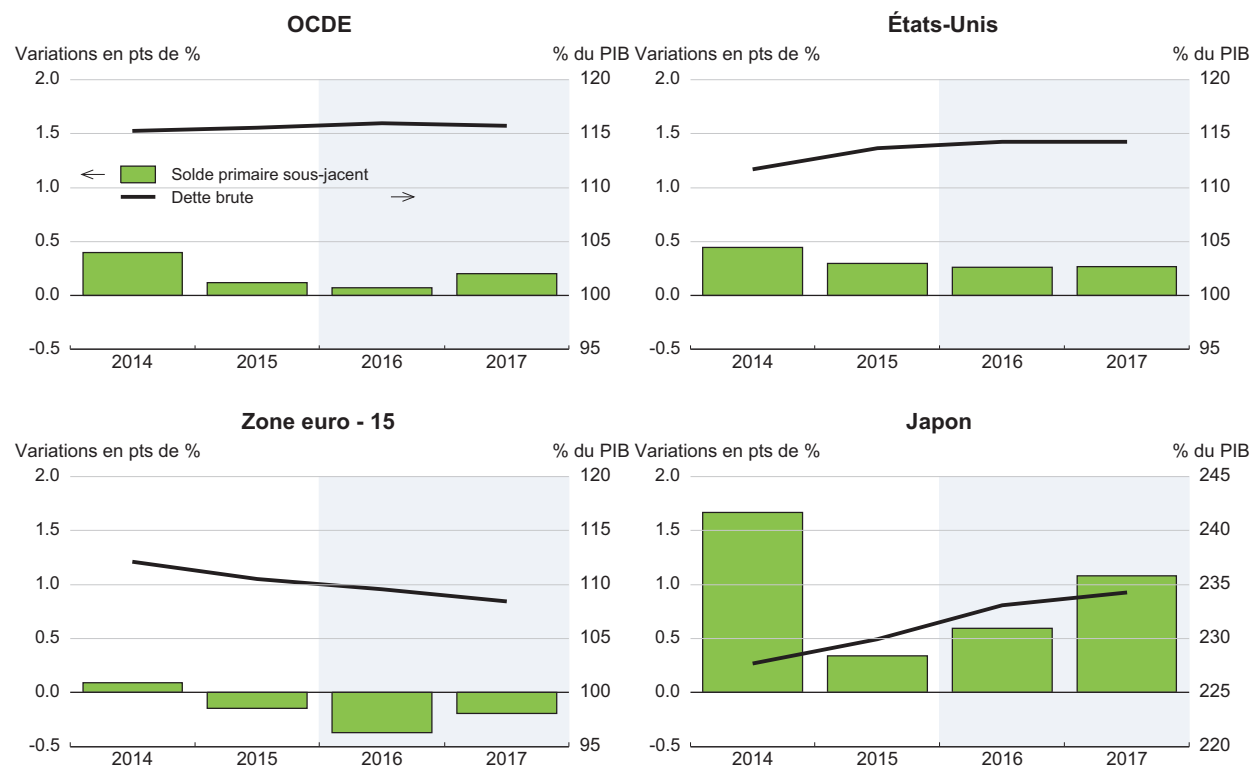
La diminution des effets positifs nets des nouvelles mesures de politique monétaire adoptées laisse à penser qu'une utilisation accrue des politiques budgétaires et structurelles s'impose en complément d'une politique monétaire accommodante. Les stratégies qui veillent à associer des initiatives macroéconomiques et structurelles au sein d'un cadre commun sont particulièrement appropriées, car elles permettent de tirer le meilleur parti des synergies potentielles en faveur de la demande et de la réaffectation des ressources.

La politique budgétaire de l'OCDE dans son ensemble et de nombreuses économies de marché émergentes est projetée être globalement neutre ou restrictive en 2016 et en 2017, à l'exception notable de la Chine, du Canada et de certains pays de l'UE (graphique 1.24). Cependant, le Japon s'apprête à mettre en application des mesures d'assainissement des finances publiques (représentant 1.7 point de PIB sur 2016-17), de même que le Royaume-Uni et l'Australie. Aux États-Unis, le déficit structurel mesuré en pourcentage du PIB potentiel devrait diminuer d'un peu plus de ½ point de pourcentage au cours des deux prochaines années. À l'inverse, de nombreux pays de la zone euro, comme l'Allemagne et l'Italie, prévoient de procéder à une relance budgétaire, et notamment d'engager des dépenses supplémentaires en faveur des demandeurs d'asile⁶. À l'échelle de l'ensemble de la zone OCDE, la dette publique devrait rester globalement inchangée et conserver un niveau élevé en 2016-17.


Malgré la hausse des ratios d'endettement depuis la crise (le PIB de certains pays n'ayant pas totalement regagné les niveaux antérieurs à la crise), la conjoncture actuelle de taux d'intérêt exceptionnellement bas accroît de fait la marge de manœuvre budgétaire de nombreux pays, et permet aux pouvoirs publics d'emprunter à long terme pour un coût

6. Ces dépenses devraient représenter entre 0.25 % et 1 % du PIB dans les pays concernés par les afflux les plus importants de réfugiés (OCDE, 2015b, encadré 1.1).

Graphique 1.24. Orientation de la politique budgétaire dans les pays de l'OCDE



Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 99.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933372163>

très réduit. Presque tous les pays sont en mesure de procéder à un redéploiement des dépenses et de la fiscalité vers des éléments plus favorables à la croissance (Cournède et al., 2014). Un accroissement des investissements publics s'impose dans nombre de pays, ceux-ci ayant amplement reporté des dépenses d'infrastructures, y compris des dépenses nécessaires de maintenance, dans le cadre de leurs efforts d'assainissement budgétaire. De telles mesures seraient particulièrement bénéfiques dans les pays où le stock actuel de capital public est à un bas niveau, et où les investissements pourraient donc générer des rendements élevés, ainsi que dans les pays affectés par une faiblesse persistante de la demande (encadré 1.3). Un engagement en faveur d'une hausse collective des investissements publics permettrait de stimuler l'offre et la demande, tout en améliorant la viabilité budgétaire. En particulier, une action collective des pays de l'OCDE fondée sur un relèvement des dépenses d'investissement pourrait accroître de moitié environ l'effet multiplicateur induit la première année, en moyenne, dans certaines grandes économies avancées (OCDE, 2015e).

Les dépenses d'investissement présentent un effet multiplicateur marqué, et des projets d'infrastructure de bonne qualité, notamment des dépenses supplémentaires dans les domaines des énergies propres, de l'éducation, des compétences et des télécommunications, contribueraient à étayer la croissance à venir et la capacité des économies à favoriser une amélioration des niveaux de vie. Différentes actions peuvent être menées à court terme en faveur des énergies propres, comme l'amélioration des normes applicables aux bâtiments publics, le choix de véhicules à faibles émissions pour

Encadré 1.3. Les conditions d'une hausse de l'investissement public propice à la croissance dans les économies de l'OCDE

Les niveaux exceptionnellement bas des taux d'intérêt offrent à la plupart des pays de l'OCDE, de manière temporaire, une marge de manœuvre budgétaire accrue qui peut être mise à profit pour augmenter l'investissement public. Les taux à long terme affichent des niveaux historiquement bas en termes nominaux, en particulier au Japon, en France et en Allemagne, et sont entrés en territoire négatif en termes réels dans certains pays. Une telle conjoncture autorise le lancement de tout projet d'investissement public dont le taux de rendement réel attendu est positif après prise en compte du risque. Les besoins en infrastructures des pays de l'OCDE sont par ailleurs conséquents, en raison notamment des politiques d'assainissement budgétaire conduites au cours des dernières années, qui ont ramené les dépenses publiques d'investissement de nombreux pays à des niveaux extrêmement bas. Dans ce contexte, un surcroît d'investissement public est susceptible de générer des taux de rendement élevés (Fournier et Johansson, à paraître).

Selon une analyse de l'OCDE, une hausse de l'investissement public de bonne qualité pourrait conduire à des gains de production, d'une ampleur très variable selon les pays (OCDE, 2015e ; Mourougane *et al.*, à paraître). Une augmentation durable de 0.5 % de PIB, neutre sur le plan budgétaire, de l'investissement public dans chaque économie, si l'on pose l'hypothèse de taux d'intérêt fixes, stimulerait la demande à court terme et aurait un effet sur la croissance de l'ordre de 0.3-0.4 % au cours de la première année dans les grandes économies avancées. Les États-Unis, dont l'économie est relativement fermée, obtiendraient des gains de production plus élevés que des économies plus ouvertes, comme les pays européens et le Canada. En revanche, la capacité du Japon à relancer son économie par un surcroît d'investissement public restera déterminée par la taille des multiplicateurs budgétaires, dont l'estimation demeure très difficile pour la période la plus récente (Auerbach et Gorodnichenko, 2014), et par le type de projets choisis. Cette hausse de la production conduirait à un recul à court terme du ratio de la dette publique au PIB, malgré une progression des niveaux d'endettement, de l'ordre de 0.3-0.4 point dans la plupart des grands pays avancés.

Une augmentation durable de l'investissement public de 0.5 % de PIB dans chaque économie pourrait également avoir des retombées positives à plus long terme, même si elles sont difficiles à cerner avec précision. Suivant la technique de modélisation employée, les gains de production obtenus sur le long terme seraient compris entre 0.5 % et 2 % dans les grandes économies avancées (voir graphique ci-après). Des incertitudes significatives subsistent quant aux conséquences à long terme sur le ratio de la dette au PIB, ce qui tient aux différences de gains de production, aux variations du niveau des prix, et à la mesure dans laquelle est assurée la neutralité budgétaire selon le type de modèle utilisé. Il n'en reste pas moins qu'un relèvement durable du niveau du stock de capital public et de la production potentielle contribuera à réduire les risques liés à la dette, notamment dans les petites économies européennes.

Les pays qui présentent initialement un stock de capital réduit sont susceptibles de bénéficier le plus fortement de la relance, toute forme d'investissement supplémentaire générant un taux de rendement élevé dans ces économies. Parmi les grandes économies avancées, l'effet sur la production serait au-dessus de la moyenne en Allemagne et au Royaume-Uni, deux pays détenant un stock de capital public relativement modeste. À l'autre extrême, suivant le type de projet choisis, les gains de production pourraient être très négatifs au Japon, ce qui traduit l'importance du stock initial de capital public et la faiblesse correspondante des taux de rendement marginaux. Si l'on retranche du rendement du capital public un écart-type, l'effet à long terme sur la production diminuerait considérablement, et s'établirait maintenant à 0.7 % en moyenne pour les pays de l'OCDE et à 0.5 % pour les grands pays avancés.

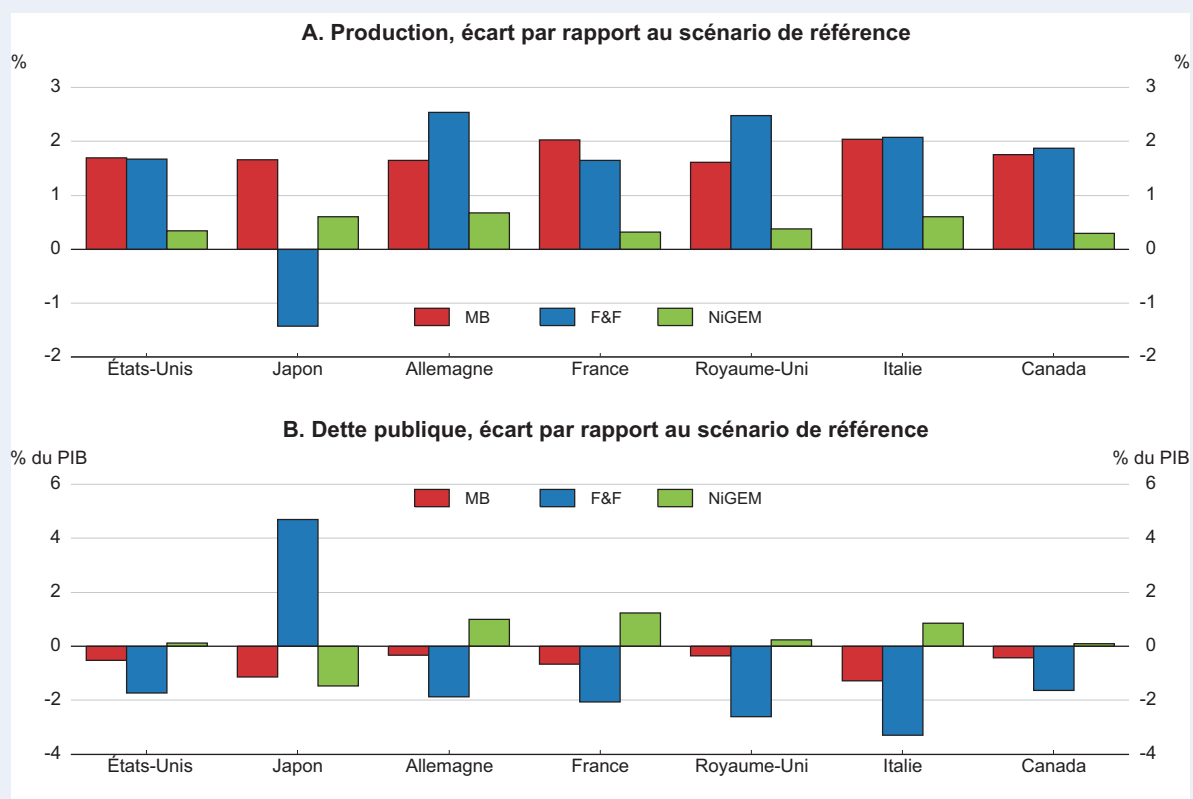
Si l'atonie persistante de la demande sape progressivement la capacité de production de l'économie (« effets d'hystérésis »), les arguments en faveur d'une relance par l'investissement se trouvent renforcés, puisque les mesures de relance permettraient d'enregistrer des gains de production supérieurs sur le long terme. L'importance de ces gains dépend de la position initiale de l'économie dans le cycle, et, dans une moindre mesure, des rigidités du marché du travail. Ils seraient particulièrement élevés en Italie et en France.

Encadré 1.3. Les conditions d'une hausse de l'investissement public propice à la croissance dans les économies de l'OCDE (suite)

Selon les estimations, par rapport au scénario dans lequel les pays agiraient isolément, une action collective des grandes économies avancées visant à accroître les investissements publics de bonne qualité leur permettrait de rehausser encore la croissance de leur PIB d'environ 0.2 point de pourcentage en moyenne au bout d'un an, de sorte que l'effet multiplicateur induit la première année serait supérieur à 1 dans la quasi-totalité des pays en cas d'augmentation. Cela représenterait un gain d'environ 50 % en moyenne dans toutes les grandes économies avancées, hormis au Japon, où ces gains sont incertains, comme indiqué ci-dessus. En conséquence, ce scénario conduirait à une baisse plus marquée du ratio de la dette au PIB. Parmi les grandes économies avancées, l'Allemagne bénéficierait le plus d'une action collective prenant la forme d'un accroissement de l'investissement public.

Certaines réformes structurelles peuvent renforcer l'impact sur la croissance à court terme d'une initiative de relance par l'investissement, et accentuer son effet de réduction du ratio de la dette au PIB. En particulier, des réformes ciblées visant à atténuer les frictions qui entravent la demande d'investissement, en renforçant notamment la concurrence sur les marchés des produits, peuvent réduire les coûts

Effet à long terme d'une augmentation durable de l'investissement public de 0.5 point de PIB



Note : F&F désigne le modèle stochastique décrit dans Fall et Fournier (2015), MB fait référence à la maquette budgétaire présentée dans Botev et Mourougane (à paraître), et NiGEM désigne le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale (NIESR, National Institute of Economic and Social Research) du Royaume-Uni.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933371929>

Encadré 1.3. Les conditions d'une hausse de l'investissement public propice à la croissance dans les économies de l'OCDE (suite)

d'opportunité de l'investissement. Un assouplissement de la réglementation des marchés des produits équivalent à l'amélioration apportée en moyenne sur deux ans dans un pays type de l'OCDE pourrait renforcer l'effet induit sur la croissance de 0.1 à 0.3 point environ au bout d'un an. Les conséquences pour le ratio de la dette publique au PIB seraient significatives au Japon, en Italie et en France, et représenteraient environ 1 point de pourcentage au bout d'un an.

les transports publics et l'utilisation de technologies nouvelles et « intelligentes » (OCDE, 2015e). En matière de télécommunications, les actions possibles concernent notamment les investissements dans les réseaux à haut débit et la poursuite du déploiement du réseau de fibre optique (OCDE, 2015d).

L'impact sur le secteur privé de mesures additionnelles de relance budgétaire serait renforcé par une action collective venant insuffler une nouvelle dynamique aux réformes structurelles. Celle-ci étendrait en effet les possibilités d'améliorer l'allocation des ressources, et favoriserait donc les gains de productivité. Le rythme des réformes structurelles a ralenti ces dernières années dans les pays avancés comme dans les économies de marché émergentes. Ce ralentissement peut avoir des effets particulièrement dommageables sur les perspectives de croissance à long terme. Une action des pouvoirs publics couvrant un large éventail d'objectifs de réforme, comme la concurrence sur les marchés des produits, la mobilité de la main-d'œuvre et de la robustesse des marchés financiers, sera déterminante pour mettre fin au fléchissement général des gains de productivité et promouvoir l'inclusion en remédiant aux mauvaises performances du marché du travail et au creusement de la dispersion des salaires (chapitre 2).

Les programmes de réformes structurelles destinés à favoriser l'amélioration sur le long terme de l'emploi et de la productivité devraient également mettre l'accent sur un possible soutien de la demande à court terme, compte tenu de la faiblesse de la conjoncture mondiale (encadré 1.4). Outre la hausse des investissements dans les infrastructures publiques, ces programmes viseraient aussi à réduire les barrières à l'entrée dans les secteurs des services qui présentent une demande latente, à réformer les politiques du logement et les dispositifs d'aide à la recherche d'emploi, de manière à accroître la mobilité résidentielle et professionnelle. Concernant le marché du travail, des mesures complémentaires peuvent toutefois s'avérer nécessaires pour soutenir les travailleurs peu qualifiés et à faible revenu qui sont les plus exposés aux risques de perte d'emploi lorsque les pressions concurrentielles s'intensifient. Les réformes qui exercent d'emblée une pression à la baisse sur les salaires dans l'ensemble de l'économie sont moins susceptibles d'offrir des avantages à court terme dans un contexte d'atonie de la demande.

Dans la zone euro, il est par ailleurs nécessaire de débloquer le canal du crédit bancaire. À cette fin, il convient d'accélérer la restructuration des créances douteuses et litigieuses en renforçant les cadres relatifs au contrôle bancaire, à l'exécution des contrats d'emprunt et aux faillites. Un règlement du problème posé par les encours considérables de créances compromises figurant au bilan des banques contribuerait en outre au développement d'un marché pour ce type d'actifs. À cet égard, deux initiatives en cours en

Encadré 1.4. **Priorités des réformes structurelles dans un contexte macroéconomique difficile**

Les réformes structurelles engagées en période « normale » ont des effets différents de celles mises en œuvre dans un environnement macroéconomique en période « défavorable », marqué par exemple par une atonie persistante de la demande et un ample écart de production négatif. L'existence de politiques macroéconomiques étayant les réformes structurelles, et leur efficacité à cet égard, entrent également en ligne de compte.

Dans une conjoncture normale, si certaines réformes peuvent à court terme produire un effet limité, voire négatif, sur la croissance du PIB et de l'emploi, leurs éventuelles incidences dommageables sont atténuées par le dynamisme de l'activité globale et compensées par les retombées positives sur le long terme. Toutefois, lorsque la conjoncture est peu porteuse, leur impact à court terme peut être moins favorable et entraîner des incidences négatives sur la croissance à plus long terme et sur l'efficacité des mesures de réforme. Dans le contexte actuel de perspectives économiques mondiales en demi-teinte, il convient d'accorder la priorité aux réformes structurelles qui, au-delà de leur effet de relance de la productivité et de l'emploi, sont les plus adaptées pour soutenir la demande intérieure à court terme. Comme l'indique le dernier rapport intermédiaire d'*Objectif croissance* (OCDE, 2016a), différentes approches de réforme devraient être privilégiées au regard des incertitudes de l'environnement économique actuel :

- Mettre davantage l'accent sur des mesures qui modifient la composition des dépenses publiques en faveur de l'investissement. Plus précisément, accroître les investissements dans les infrastructures publiques qui augmentent effectivement le potentiel de croissance à moyen terme (dans des réseaux à haut débit, par exemple) et peuvent promouvoir l'investissement privé à court terme¹.
- Réduire les obstacles à l'entrée par le biais de réformes des marchés de produits dans les secteurs des services qui présentent une demande latente, facilitant ainsi l'entrée de nouvelles entreprises. Réformer les règles limitant l'entrée de nouveaux fournisseurs (par exemple, existence de droits exclusifs) et la capacité des fournisseurs existants à entrer en concurrence (par exemple, contrôle des barèmes et tarifs) dans des activités de services caractérisées par d'importantes barrières à l'entrée et par une réglementation stricte du comportement sur le marché. Il s'agit notamment des services de taxi et des services professionnels (juristes, comptables, architectes et ingénieurs). Un réaménagement des obstacles à l'entrée du secteur du commerce de détail, dans lequel les restrictions limitent bien souvent la présence des grandes entreprises, peut également entraîner des retombées positives à court terme sur l'emploi et la demande.
- Modifier les politiques du logement et les dispositifs d'aide à la recherche d'emploi pour faciliter la mobilité résidentielle et professionnelle. En accélérant la progression de l'emploi dans les périodes défavorables, ces mesures pourraient atténuer les frictions qui entravent la réaffectation des ressources. Les mesures relevant de la politique du marché du logement qui favorisent la mobilité résidentielle consistent notamment à alléger la fiscalité sur les achats de biens immobiliers et les coûts de transaction associés, ainsi qu'à assouplir la réglementation du marché locatif.
- Ajuster les droits à prestations dans le domaine des retraites ou de la santé afin de maîtriser les futurs coûts liés au vieillissement démographique. Cet ajustement offrirait aux pouvoirs publics les marges de manœuvre nécessaires pour prendre des mesures de relance à court terme et accroître leur efficacité, notamment via un renforcement de la confiance dans la viabilité des finances publiques. Les avantages retirés de telles réformes peuvent l'emporter sur leurs coûts à court terme, pour autant que seules les prestations futures soient réduites.

Encadré 1.4. **Priorités des réformes structurelles dans un contexte macroéconomique difficile** (suite)

Les pays dans lesquels la conjoncture est la moins porteuse sont parmi ceux qui auraient le plus à gagner à mettre en œuvre certaines de ces réformes. Une réorientation des dépenses publiques au bénéfice des investissements serait particulièrement souhaitable en Espagne, au Portugal et en Grèce, où l'investissement public ne représente qu'une fraction limitée des dépenses publiques totales cependant que les écarts négatifs de production sont les plus élevés des pays de l'OCDE. De plus, des mesures permettant d'améliorer le fonctionnement et le ciblage des dispositifs d'aide à la recherche d'emploi s'avèrent nécessaires en Espagne, en Grèce, en Irlande, au Portugal et en République tchèque, conformément aux recommandations du rapport *Objectif croissance*. Une réforme des services professionnels serait de mise en Turquie, où la réglementation en la matière figure parmi les plus restrictives.

1. Röhn (2010) montre que les dépenses publiques d'investissement constituent l'instrument d'action le plus efficace étant donné qu'elles ne suscitent en contrepartie qu'une augmentation limitée de l'épargne du secteur privé.

Italie méritent d'être saluées, plusieurs établissements financiers du secteur privé ayant conclu un accord qui prévoit la création d'un fonds d'aide à la recapitalisation destiné aux prêteurs les plus fragiles et qui visera à faciliter la mise en place d'un marché secondaire des créances douteuses et litigieuses, cependant que les autorités italiennes se sont engagées à accélérer sensiblement les procédures d'insolvabilité. L'amélioration de la gouvernance d'entreprise des établissements financiers constitue un complément important des nouveaux cadres institutionnels.

Bibliographie

- Adalet McGowan, M., D. Andrews, C. Criscuolo et G. Nicoletti (2015), *The Future of Productivity*, OCDE, Paris.
- Akinci, O. et J. Olmstead-Rumsey (2015), « How Effective are Macprudential Policies? An Empirical Investigation », *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, n° 1136, mai.
- Alsterlind, J., H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson et A-L. Wretman (2015), « How Far can the Repo Rate be Cut? », *Economic Commentaries*, n° 11, Sveriges Riksbank.
- Auerbach, A.J. et Y.Gorodnichenko (2014), « Fiscal Multipliers in Japan », *NBER Working Papers*, n° 19911.
- Banque du Japon (2016), « Bond Market Survey », février 2016, publié le 1^{er} mars.
- Bech, M. et A. Malkhozov (2016), « How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates? », *BIS Quarterly Review*, mars, pp. 31-44.
- Blanchard, O., E. Cerutti, E. et L. Summers (2015), « Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications », *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n° 21726.
- Borio, C., L. Gambacorta et B. Hofmann (2015), « The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability », *BIS Working Papers*, n° 514, octobre, Banque des règlements internationaux.
- Botev J. et A. Mourougane (à paraître), « Fiscal Consolidation: What are the Breakeven Fiscal Multipliers? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- Buiter, W. H. et N° Panigirtzoglou (2003), « Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution », *The Economic Journal*, vol. 113/octobre, pp. 723-746.
- Cerutti, E., S. Claessens et L. Laeven (2015), « The Use and Effectiveness of Macprudential Policies: New Evidence », *IMF Working Papers*, n° WP/15/61, mars, Fonds monétaire international, Washington.

- Chui, M., E. Kuruc et P. Turner (2016), « A New Dimension to Currency Mismatches in the Emerging Markets: Non-financial Companies », *BIS Working Papers*, n° 550, mars, Banque des règlements internationaux.
- Claessens, S., N° Coleman et M. Donnelly (2016), « 'Low-for-long' Interest Rates and Net Interest Margins of Banks in Advanced Foreign Economies », *IFDP Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 11 avril.
- Cournède, B., A. Pina et A. Goujard (2014), « Reconciling Fiscal Consolidation with Growth and Equity », *OECD Journal : Economic Studies*, vol. 2013, n° 1, Éditions OCDE, Paris.
- Égert, B. et P. Gal (à paraître), « The Quantification of Structural Reforms: A New Framework », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- Fall, F. et J.M. Fournier (2015), « Macroeconomic Uncertainties, Prudent Debt Targets and Fiscal Rules », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1230, Éditions OCDE, Paris.
- FMI (2006), « How Has Globalization Affected Inflation? », *World Economic Outlook*, avril, Fonds monétaire international, Washington.
- FMI (2013), « The Dog that Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping », *World Economic Outlook*, avril, Fonds monétaire international, Washington.
- FMI (2016), *Global Financial Stability Report—Potent Policies for a Successful Normalization*, Fonds monétaire international, Washington.
- Fournier, J.M. (2015), « The Negative Effect of Regulatory Divergence on Foreign Direct Investment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1268, Éditions OCDE, Paris.
- Fournier, J.M., A. Doms, Y. Gorin, X. Guillet et D. Morchoisne (2015), « Implicit Regulatory Barriers in the EU Single Market: New Empirical Evidence from Gravity Models », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1181, Éditions OCDE.
- Fournier, J.M. et A. Johansson (à paraître), « The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- Goodfriend, M. (2000), « Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 32/4, pp. 1007-1035.
- Gospodinov, N. et B. Wei (2016), « Forecasts of Inflation and Interest Rates in No-Arbitrage Affine Models », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series*, vol. 2016/3, pp. 27-53.
- Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and the United States », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677, Éditions OCDE, Paris.
- Jackson, H. (2015), « The International Experience with Negative Policy Rates », *Bank of Canada Staff Discussion Paper*, n° 2015-13.
- Jensen, C. M. et M. Spange (2015), « Interest Rate Pass-through and the Demand for Cash at Negative Interest Rates », *Monetary Review 2nd Quarter 2015*, Danmarks Nationalbank.
- Kierzenkowski, R., N° Pain, E. Rusticelli et S. Zwart (2016), « The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision », *OECD Economic Policy Paper*, n° 16, Éditions OCDE, Paris.
- Kurosaki, T., Y. Kumano, K. Okabe et T. Nagano (2015), « Liquidity in JGB markets: An evaluation from Transaction Data », *Bank of Japan Working Paper Series*, n° 15-E-2.
- McCauley, R.N., P. McGuire et V. Sushko (2015), « Global Dollar Credit: Links to US Monetary Policy and Leverage », *BIS Working Papers*, n° 483, Banque des règlements internationaux.
- Mourougane, A., J. Botev, J.M. Fournier, N. Pain et E. Rusticelli (à paraître), « Can an Increase in Public Investment Sustainably Lift Growth ? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2015a), *Trade Policy Implications of Global Value Chains*, novembre 2015, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2015b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2015/1, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2015c), « Can Pension Funds and Life Insurance Companies Keep their Promises? », Chapitre 4 de *OECD Business and Finance Outlook*, pp. 111-147, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264234291-8-en>
- OCDE (2015d), *Perspectives de l'économie numérique de l'OCDE 2015*, Éditions OCDE, Paris.

- OECD (2015e), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2015/2, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2016a), *Objectif croissance, Rapport intérimaire*, vol. 2016, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2016b), *OECD Business and Finance Outlook*, à paraître, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE/OMC/CNUCED (2015), *Reports on G-20 Trade and Investment Measures: Mid-May to Mid-October 2015*, Éditions OCDE, octobre.
- Ollivaud, P., E. Rusticelli et C. Schweltnus (2015), « The Changing Role of the Exchange Rate for Macroeconomic Adjustment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1190, Éditions OCDE, Paris.
- Pain, N., I. Koske et M. Sollie (2008), « Globalisation and OECD Consumer Price Inflation », *OECD Journal : Economic Studies*, vol. 2008/1, Éditions OCDE, Paris.
- Petri, P. A. et M. G. Plummer (2012), « The Trans-Pacific Partnership and Asia-Pacific Integration : Policy Implications », *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, n° 12-16, juin, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Röhn, O. (2010), « New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 762, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/5kmft7qb5kq3-en>.
- Rusticelli, E. (2014), « Rescuing the Phillips Curve: Making Use of Long-Term Unemployment in the Measurement of the NAIRU », *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2014/1, pp. 109-127, Éditions OCDE, Paris.
- Rusticelli, E., D. Turner et M.C. Cavalleri (2015), « Incorporating Anchored Inflation Expectations in the Phillips Curve and in the Derivation of OECD Measures of the Unemployment Gap », *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2015/1, pp. 299-331, Éditions OCDE, Paris.
- Saia, A., D. Andrews et S. Albrizio (2015), « Productivity Spillovers from the Global Frontier and Public Policy: Industry-Level Evidence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1238, Éditions OCDE, Paris.
- Woodford, M. (2010), « Globalization and Monetary Control », in J. Gali et M.J. Gertler (Eds), *International Dimensions of Monetary Policy*, pp. 13-77.

ANNEXE 1.1

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

Les hypothèses concernant les paramètres des **politiques budgétaires** pour 2016 et 2017 sont fondées autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées par les parlements. Les prévisions relatives aux comptes budgétaires sont cohérentes avec les prévisions de croissance, d'inflation et de salaires. Lorsque des projets ont été annoncés par les gouvernements sans avoir été adoptés par le pouvoir législatif, il en est tenu compte s'il paraît clair qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Lorsqu'on ne dispose pas d'informations suffisantes pour déterminer la répartition de la modification agrégée du solde budgétaire, on présume qu'elle s'applique également aux dépenses et aux recettes, et qu'elle est répartie proportionnellement entre les grandes composantes budgétaires.

- Aux États-Unis, il est supposé que le déficit primaire sous-jacent des administrations publiques diminuera pour atteindre 0.3 % du produit intérieur brut (PIB) en 2017.
- Dans le cas du Japon, les prévisions intègrent une hausse de 2 points de pourcentage du taux de la taxe sur la consommation, qui passera à 10 %, au deuxième trimestre 2017. Globalement, il est supposé que le déficit primaire sous-jacent s'améliorera au cours de la période considérée pour atteindre 3.8 % du PIB en 2017.
- Dans les pays de la zone euro, l'orientation des politiques budgétaires au cours de la période considérée est déterminée à partir des projets de loi de finances ou, à défaut, des objectifs annoncés dans les programmes de stabilité.
- En Chine, les autorités encouragent l'utilisation des fonds déjà attribués, l'objectif de déficit a augmenté, et les pouvoirs publics recourent à des dépenses quasi-budgétaires, engagées par l'intermédiaire des banques d'État spécialisées.
- En Inde, les prévisions intègrent une augmentation des salaires et des retraites publics, ainsi que la poursuite des efforts déployés en vue d'améliorer la discipline fiscale.
- Au Brésil, les hypothèses posées concernant l'orientation de la politique budgétaire correspondent aux mesures annoncées actuellement par le gouvernement.

S'agissant de la **politique monétaire**, les hypothèses relatives au profil d'évolution des taux d'intérêt directeurs représentent le résultat le plus probable, sur la base des prévisions

de l'OCDE concernant l'activité économique et l'inflation, ces prévisions pouvant être différentes de celles des autorités monétaires.

- Aux États-Unis, on suppose que la limite supérieure de la fourchette retenue comme objectif pour le taux des Fonds fédéraux sera progressivement relevée de 0.5 % aujourd'hui à 1.5 % en décembre 2017.
- Au Japon, il est présumé que le taux d'intérêt appliqué aux réserves excédentaires classées dans la troisième catégorie (« *policy-rate balance* ») sera maintenu à -0.1 % pendant toute la période considérée.
- Dans la zone euro, on pose l'hypothèse que le taux des opérations principales de refinancement sera maintenu à 0 % jusqu'à la fin de 2017.
- Au Royaume-Uni, on pose l'hypothèse que le taux de rémunération des réserves des banques commerciales à la Banque d'Angleterre sera relevé progressivement entre février et décembre 2017, pour passer de 0.5 % actuellement à 1.25 %.
- En Chine, il est supposé que l'assouplissement monétaire continuera de réduire les coûts de financement pour assurer des apports de liquidités satisfaisants, tout en compensant les sorties de capitaux. On suppose que le taux de base des prêts d'une échéance inférieure ou égale à un an sera ramené de 4.35 % à 3.6 % en 2017, et le coefficient de réserves obligatoires de 17 % à 15 %. On pose également l'hypothèse que les liquidités proviendront de facilités à court terme telles que la facilité de prêt complémentaire sur nantissement ou la facilité de prêt à moyen terme.
- Dans le cas de l'Inde, on pose l'hypothèse que le taux des prises en pension sera maintenu à son niveau actuel de 6.5 % jusqu'à la fin de 2016, puis ramené progressivement à 6 % d'ici à la fin de 2017.
- Au Brésil, il est supposé que le taux directeur restera à son niveau actuel de 14.25 % jusqu'à la fin de 2016, puis qu'il diminuera pour s'établir à 12.75 % à la fin de 2017.

Bien que leur impact soit difficile à évaluer, on pose l'hypothèse que les mesures suivantes d'assouplissement quantitatif seront prises au cours de la période considérée, avec un effet implicite sur le rythme de convergence des taux d'intérêt à long terme vers leur niveau de référence. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, on suppose que les stocks d'actifs achetés par les banques centrales resteront inchangés jusqu'à la fin de la période considérée. Au Japon et dans la zone euro, les achats d'actifs sont présumés se poursuivre tout au long de la période examinée ; il est donc supposé que les taux d'intérêt à long terme resteront constants jusqu'à la fin de 2017.

Au Royaume-Uni et aux États-Unis, on pose l'hypothèse que les rendements des obligations d'État à 10 ans convergeront lentement vers un taux de référence (qui ne sera atteint que bien après la fin de la période considérée), déterminé à partir du niveau anticipé des taux d'intérêt à court terme futurs (y compris après 2017), majoré d'une prime d'échéance et d'une prime de risque budgétaire additionnelle. Il est supposé que cette dernière s'applique dès lors que le ratio de la dette publique brute au PIB dépasse 75 %, à raison de 2 points de base pour chaque point de pourcentage excédant ce seuil, et de 2 points de base supplémentaires (soit 4 points de base au total) pour chaque point de pourcentage au-delà d'un ratio d'endettement de 125 %.

Seules sont prises en compte les **réformes structurelles** déjà mises en œuvre ou annoncées pour la période considérée. On suppose qu'aucune autre réforme ne sera mise en œuvre.

Les prévisions reposent sur l'hypothèse que les **taux de change** resteront aux niveaux observés à la date du 12 mai 2016, où le dollar des États-Unis valait 108.93 JPY, 0.88 EUR (ce qui signifiait que l'euro valait 1.14 USD) et 6.51 CNY.

Il est supposé que le **cours du baril de pétrole brut de référence Brent** restera constant à 45 USD pendant toute la période considérée. On pose comme hypothèse que les prix des produits de base non pétroliers resteront également inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux moyens d'avril 2016.

Ces prévisions ont été établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 18 mai 2016.

ANNEXE 1.2

Indicateurs de vulnérabilité financière

Les tableaux présentés ci-après montrent comment se situent les pays de l'OCDE et plusieurs pays non membres de l'Organisation au regard de divers indicateurs, qui peuvent être révélateurs d'une exposition au risque de turbulences financières. Le tableau 1.A2.1 porte essentiellement sur les facteurs internes de vulnérabilité des pays de l'OCDE et des BRIICS (Brésil, Russie, Inde, Indonésie, Chine et Afrique du Sud), tandis que le tableau 1.A2.2 est principalement axé sur les facteurs de vulnérabilité liés au compte financier des pays de l'OCDE et des pays du Groupe des 20 (G20) non membres de l'Organisation⁷. Les variables présentées constituent un sous-ensemble de plus de 70 indicateurs de vulnérabilité jugés utiles pour la surveillance des risques de crise coûteuse dans les économies de l'OCDE (Röhn *et al.*, 2015).

Le tableau 1.A2.1 présente des indicateurs que l'on associe généralement aux facteurs de vulnérabilité financière résultant principalement de l'activité économique intérieure, ventilés en quatre grandes catégories : la sphère réelle de l'économie, le secteur non financier, le secteur financier et les finances publiques (Fonds monétaire international, 2012 ; Commission européenne, 2012 ; Hermansen et Röhn, 2015). On identifie les faiblesses potentielles découlant de la sphère réelle de l'économie en mesurant l'écart de taux de croissance entre le produit intérieur brut (PIB) potentiel et le PIB effectif, la différence entre le taux de chômage effectif et le taux de chômage naturel – c'est-à-dire le taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) – le déficit des paiements courants et l'évolution des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre. Les indicateurs pointant les excès sur les marchés de capitaux liés au secteur non financier sont la dette des ménages, la dette des sociétés non financières et la variation des prix réels des logements. Un ratio global des fonds propres durs (*Core Tier 1*) aux actifs totaux de certaines banques dans chaque pays⁷, les créances improductives et la dette des sociétés financières sont retenus comme indicateurs de l'exposition directe du secteur financier au risque. Quant aux facteurs de vulnérabilité liés au secteur public, ils sont mesurés à l'aune de trois critères : le besoin de financement des administrations publiques, la dette brute des administrations publiques et la différence entre les rendements réels des obligations souveraines à 10 ans et la croissance du PIB potentiel réel. Plus la valeur d'un indicateur est élevée – exception faite du ratio de fonds propres durs – plus la vulnérabilité qu'il mesure

7. Ce ratio de fonds propres durs est calculé pour chaque pays à partir d'un échantillon de plus de 1 200 banques commerciales, dont 915 aux États-Unis, 197 dans les pays de l'OCDE membres de la zone euro, 23 au Royaume-Uni, 11 au Canada et 7 au Japon.

est forte. Le tableau 1.A2.1 présente également la notation attribuée actuellement par Standard & Poor's à la dette souveraine de chaque pays.

Le tableau 1.A2.2 présente les facteurs de risque pour la stabilité financière liés au compte financier qui caractérisent les pays de l'OCDE et les pays du G20 non membres de l'Organisation, et repose sur des travaux antérieurs d'analyse empirique de l'OCDE (Ahrend et Goujard, 2012a, 2012b). Ces travaux montrent que :

- Une dette bancaire extérieure (à court terme) importante ou un poids élevé de la dette dans les engagements extérieurs accroissent considérablement le risque de crise financière (la dette bancaire extérieure désignant ici l'ensemble des emprunts contractés auprès de banques étrangères).
- Une proportion plus importante d'investissement direct étranger (IDE) dans les engagements extérieurs bruts réduit les risques de crise financière.
- Une dette bancaire caractérisée par des échéances plus courtes accentue les risques de crise, essentiellement parce que le risque de contagion financière est alors plus grand.
- La probabilité de crise est d'autant plus faible que les réserves de change sont importantes.
- Ni les avoirs extérieurs totaux (hors réserves), ni les engagements extérieurs totaux ne semblent influencer sur le risque de crise pour les pays où leur niveau est faible ou modéré. En revanche, les avoirs extérieurs réduisent le risque de crise, et les engagements extérieurs l'accroissent, si leur niveau est élevé.

Le tableau 1.A2.2 montre pour chacun des 8 indicateurs sélectionnés : i) la position de chaque pays au 4^e trimestre 2015 (ou à la dernière période connue), calculée pour différents éléments de son compte financier, et ii) la variation de chaque indicateur par pays entre 2007 et le 4^e trimestre 2015 (ou la dernière période connue). Pour certaines variables, les chiffres doivent être interprétés avec prudence, dans la mesure où la pertinence de la variable considérée peut varier d'un pays à l'autre. Ainsi, les États-Unis se caractérisent par les réserves de change (mesurées en proportion du PIB) les plus modestes de la zone OCDE, mais cela n'est pas un signe de faiblesse dans la mesure où le dollar est une monnaie de réserve, et cela vaut également pour le bas niveau des réserves de change de divers pays de la zone euro.

Bibliographie

Ahrend, R., et A. Goujard (2012a), « International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 1: Drivers of Systemic Banking Crises: The Role of Bank-Balance-Sheet Contagion and Financial Account Structure », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 902, Éditions OCDE, Paris.

Ahrend, R., et A. Goujard (2012b), « International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 966, Éditions OCDE, Paris.

Commission européenne (2012), Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement sur le mécanisme d'alerte 2013 élaboré conformément aux articles 3 et 4 du règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, Bruxelles.

Fonds monétaire international (2012), *Global Financial Stability Report October 2012*, Washington, DC.

Hermansen, M. et O. Röhn (2015), « Economic Resilience: The Usefulness of Early Warning Indicators in OECD Countries », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 1250, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgfqx3mv-en>

Röhn, O., et al. (2015), « Economic Resilience: A New Set of Vulnerability Indicators for OECD Countries », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 1249, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgjw54r8-en>

Tableau 1.A2.1. Indicateurs des facteurs potentiels de vulnérabilité financière

	Économie réelle				Secteur non financier		
	Différence de taux de croissance entre PIB potentiel et PIB réel	Différence entre chômage réel et chômage naturel	Déficit des paiements courants ¹	Taux de change effectifs réels	Dette brute des ménages ^{3,4}	Dette brute des entreprises non financières ^{1,4}	Prix réels de l'immobilier
	2015	2015T4 ou dernier disponible	2015	Variations en pts de % 2000T1-15T4	2015 ou dernier disponible	2015 ou dernier disponible	Variations en pts de % 2000T1-15T4
États-Unis	-0.8	0.1	2.7	-7.2	108.3	113.9	23.6
Japon	-0.2	-0.5	-2.9	-48.6	..	..	-20.1
Allemagne	-0.1	-0.4	-8.6	-11.3	93.6	71.2	11.3
France	-0.1	0.8	0.1	0.7	104.7	101.2	72.4
Italie	-1.1	2.4	-2.2	11.5	77.3	89.9	10.5
Royaume-Uni	-0.5	-0.4	5.2	-10.5	152.6	120.5	86.5
Canada	0.5	0.6	3.3	19.7	171.9	153.2	103.0
Australie	0.1	0.0	4.6	31.8	215.5	90.7	107.2
Autriche	0.3	1.4	-2.6	-0.9	89.1	91.1	31.0
Belgique	-0.1	0.6	0.0	3.3	112.2	116.6	52.4
Chili	1.0	-0.4	2.0	15.2	..	..	..
République tchèque	-2.5	-1.4	-0.9	33.1	68.8	63.0	..
Danemark	-0.4	-0.2	-7.0	12.4	304.8	125.4	41.4
Estonie	0.6	-2.0	-1.9	46.9	80.9	97.0	..
Finlande	-0.2	2.1	-0.1	0.4	129.9	95.3	25.1
Grèce	-0.5	6.8	0.1	5.1	110.2	73.1	-11.9
Hongrie	-1.2	-2.4	-4.4	21.0	46.7	77.9	..
Islande	-2.0	-0.6	-4.2	-13.6	..	266.1	..
Irlande	-5.5	-1.6	-4.5	-9.7	207.4	236.9	15.0
Israël	0.6	-0.5	-4.4	-7.8	..	74.7	48.3
Corée	0.6	0.0	-7.9	7.6	162.7	166.4	31.9
Luxembourg	-2.1	0.3	-5.5	22.7	156.4	315.0	..
Mexique	0.3	-0.6	2.8	-15.8	..	70.7	..
Pays-Bas	-0.9	1.3	-9.1	-1.3	270.0	128.8	2.6
Nouvelle-Zélande	-0.8	-0.2	3.0	45.7	..	..	122.1
Norvège ⁸	0.5	1.1	-9.0	31.8	227.2	111.7	93.0
Pologne	-0.5	-0.7	0.2	-12.4	64.4	60.5	..
Portugal	-1.4	0.5	-0.5	-3.6	135.7	143.4	-25.3
République slovaque	-1.0	0.1	1.1	29.6	62.3	76.9	..
Slovénie	-1.5	0.7	-7.3	-5.2	57.6	92.3	..
Espagne	-2.8	2.3	-1.4	4.2	120.8	96.7	27.1
Suède	-1.7	-0.4	-5.9	-5.9	173.2	131.0	148.6
Suisse	0.9	0.9	-11.4	34.9	201.9	..	53.3
Turquie	0.5	0.9	4.4	-25.9	..	..	..
Brésil	5.5	..	3.2	-6.4	..	..	..
Chine	0.2	..	-3.1	105.3	..	..	..
Colombie	1.0	-0.5	6.4	-5.7	..	..	79.5
Costa Rica	1.3	..	4.2	..	..	..	..
Inde	-0.2	..	1.1	..	..	..	..
Indonésie	0.8	..	2.1	-13.8	..	..	..
Lettonie	-0.5	0.0	1.2	17.6	52.6	101.0	..
Lituanie	0.8	-2.0	1.7	17.0	51.4	48.8	..
Russie	4.2	..	-5.3	158.1	..	..	..
Afrique du Sud	1.1	..	4.3	-10.0	..	..	114.5

1. En pourcentage du PIB.

2. À partir des coûts unitaires de main-d'œuvre.

3. En pourcentage du revenu disponible brut des ménages.

4. En chiffres consolidés pour la plupart des pays, sinon non consolidés en cas d'impossibilité ; correspond aux engagements, déduction faite des produits dérivés, actions et autres titres de participation.

5. En pourcentage du total des actifs (non pondérés).

6. Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99.

7. Notes des emprunts à long terme en devises.

8. Par référence au PIB (potentiel) continental, plutôt qu'au PIB (potentiel) total, le cas échéant.

Source : Base de données de l'OCDE sur les comptes nationaux annuels ; base de données des indicateurs de solidité financière du FMI ; Banque centrale européenne (BCE) ; Commission européenne ; base de données de l'OCDE sur les prix de l'immobilier ; Standard & Poor's ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

Tableau 1.A2.1. Indicateurs des facteurs potentiels de vulnérabilité financière (suite)

Secteur financier			Finances publiques			Notes de crédit des emprunteurs souverains S&P ⁷	
Ratio de levier des fonds propres de base supplémentaires ⁵	Ratio prêts improductifs/total des prêts	Dette brute des entreprises financières ^{1,4}	Déficit budgétaire de base des administrations publiques ^{1,6}	Dette brute des administrations publiques ^{1,6}	Différence entre rendements réels des obligations d'État à 10 ans et croissance du PIB potentiel		
dernier disponible	dernier disponible	2015 ou dernier disponible	2015	2015	2016T1 ou dernier disponible	dernier disponible	
6.3	1.5	338.5	4.4	113.6	-0.9	AA+	États-Unis
4.6	1.5	..	5.4	230.0	-1.8	..	Japon
4.0	2.3	296.6	-0.7	78.7	-3.0	AAA	Allemagne
3.7	4.0	303.1	3.5	120.8	-1.1	AA	France
5.3	18.0	207.4	2.6	160.2	1.1	BBB-	Italie
4.3	1.4	640.9	4.4	112.8	-1.0	AAA	Royaume-Uni
3.8	0.5	380.8	1.7	98.5	-0.7	AAA	Canada
4.1	1.0	295.6	1.7	44.2	0.2	AAA	Australie
6.3	3.4	227.3	1.2	106.6	-2.1	AA+	Autriche
4.9	3.7	336.9	2.6	126.7	-1.5	AA	Belgique
..	1.9	..	..	..	-3.2	AA-	Chili
..	5.5	130.5	0.4	55.8	-3.0	AA-	République tchèque
4.5	3.6	408.0	2.1	54.0	-1.1	AAA	Danemark
..	1.0	123.4	-0.4	12.5	..	..	Estonie
4.7	..	226.2	2.7	73.9	-0.8	AA+	Finlande
10.0	36.7	190.1	7.3	182.7	11.5	..	Grèce
..	11.7	116.3	2.0	97.7	-0.7	..	Hongrie
..	..	757.6	0.4	82.9	-0.4	..	Islande
6.6	14.9	910.2	2.3	115.9	-5.1	A+	Irlande
..	1.8	208.1	2.9	64.8	-3.2	A+	Israël
..	0.6	349.7	-0.8	44.8	-2.4	AA-	Corée
..	0.2	6233.3	-1.2	35.3	-3.4	AAA	Luxembourg
..	2.5	69.7	0.5	..	0.2	BBB+	Mexique
4.4	2.7	743.6	1.8	77.3	-1.2	AAA	Pays-Bas
..	..	..	0.4	41.9	-0.5	AA	Nouvelle-Zélande
6.9	1.1	228.2	-5.7	38.2	0.9	AAA	Norvège ⁸
..	4.3	99.3	2.6	66.4	-0.9	..	Pologne
6.0	12.0	271.4	4.4	150.3	1.4	BB+	Portugal
..	4.9	120.4	3.0	59.6	-1.8	A+	République slovaque
..	10.0	127.3	2.9	98.7	-0.2	A-	Slovénie
5.6	6.3	219.6	5.1	116.3	1.0	BBB+	Espagne
3.7	1.2	322.7	0.0	52.3	-3.2	AAA	Suède
4.9	0.7	..	0.2	45.9	-1.2	..	Suisse
..	3.0	..	..	..	-1.5	..	Turquie
..	3.3	..	10.4	..	42.5	..	Brésil
..	1.7	..	1.3	..	-4.1	..	Chine
..	2.9	..	..	..	2.3	..	Colombie
..	1.7	..	..	..	..	..	Costa Rica
..	5.9	..	6.1	..	30.5	..	Inde
..	2.4	..	2.3	..	2.1	..	Indonésie
..	4.6	150.6	1.3	43.8	-2.8	..	Lettonie
..	5.7	78.9	0.2	52.5	..	..	Lituanie
..	..	..	3.6	..	39.3	..	Russie
..	3.1	..	3.9	..	36.4	..	Afrique du Sud

1. En pourcentage du PIB.

2. À partir des coûts unitaires de main-d'œuvre.

3. En pourcentage du revenu disponible brut des ménages.

4. En chiffres consolidés pour la plupart des pays, sinon non consolidés en cas d'impossibilité ; correspond aux engagements, déduction faite des produits dérivés, actions et autres titres de participation.

5. En pourcentage du total des actifs (non pondérés).

6. Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99.

7. Notes des emprunts à long terme en devises.

8. Par référence au PIB (potentiel) continental, plutôt qu'au PIB (potentiel) total, le cas échéant.

Source : Base de données de l'OCDE sur les comptes nationaux annuels ; base de données des indicateurs de solidité financière du FMI ; Banque centrale européenne (BCE) ; Commission européenne ; base de données de l'OCDE sur les prix de l'immobilier ; Standard & Poor's ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 99 ; et calculs de l'OCDE.

Tableau 1.A2.2. **Facteurs de risque pour la stabilité financière liés au compte financier**

Donnée la plus récente (en pourcentage)

	Poids de la dette extérieure ¹	Dette bancaire extérieure ²	Dette bancaire extérieure à court terme ²	Dette bancaire extérieure à court terme ³	Engagements extérieurs ²	Avoirs extérieurs ²	Réserves en devises ²	Part de l'IDE ¹
	Les valeurs plus élevées indiquent un risque financier plus élevé					Les valeurs plus élevées indiquent un risque financier moins élevé		
États-Unis	50.5	14.5	5.1	35.2	168.3	127.8	0.7	21.3
Japon	58.3	21.3	17.4	81.4	122.4	192.6	29.4	3.8
Allemagne	59.4	29.1	14.0	48.3	208.6	257.0	1.9	19.5
France	61.5	58.3	31.8	54.6	323.4	304.1	2.3	13.3
Italie	70.2	25.1	10.1	40.4	166.3	140.0	2.8	15.3
Royaume-Uni	51.4	61.8	40.8	65.9	525.2	506.9	4.1	13.0
Canada	54.9	27.8	14.8	53.2	173.0	195.8	5.3	31.7
Australie	53.4	24.9	8.0	31.9	190.4	132.2	3.9	25.8
Autriche	62.0	43.3	12.1	28.0	260.3	263.5	3.5	31.6
Belgique	43.1	44.4	19.0	42.7	412.2	472.9	3.7	49.7
Chili	28.7	20.3	9.3	45.9	157.7	137.9	17.0	63.8
République tchèque	39.4	19.1	4.9	25.8	131.5	100.8	35.0	56.5
Danemark	59.9	64.2	39.5	61.6	261.2	307.7	35.5	16.4
Estonie	42.8	6.3	3.4	54.4	173.0	134.4	1.7	54.9
Finlande	57.3	51.6	20.2	39.2	361.4	368.2	3.8	16.1
Grèce	92.6	20.9	7.3	34.8	267.5	140.6	1.2	4.2
Hongrie	24.2	22.1	7.7	34.7	303.2	235.3	27.3	72.2
Islande	82.9	35.5	8.8	24.8	595.2	245.8	26.9	16.3
Irlande	28.5	129.4	54.7	42.3	1990.1	1921.7	0.8	19.6
Israël	27.3	5.4	2.9	53.5	94.5	117.2	30.0	36.6
Corée	40.8	11.9	7.1	59.4	69.3	83.9	26.7	18.5
Luxembourg	20.0	867.2	297.2	34.3	17870.4	17901.5	1.2	43.2
Mexique	49.1	11.3	4.0	35.3	87.2	49.8	15.8	37.0
Pays-Bas	34.9	101.4	36.8	36.2	1021.4	1087.3	2.5	53.5
Nouvelle-Zélande	54.8	19.8	7.7	38.7	155.9	93.2	8.9	28.6
Norvège	65.5	35.7	12.8	35.8	196.8	378.9	14.8	24.7
Pologne	48.5	22.7	6.2	27.3	108.7	48.7	19.4	43.1
Portugal	70.1	31.9	9.0	28.3	289.7	178.2	2.7	23.6
République slovaque	50.5	31.0	13.2	42.8	133.5	65.3	2.2	48.7
Slovénie	74.9	18.1	5.0	27.7	140.7	102.8	1.8	22.9
Espagne	61.0	32.2	13.1	40.7	237.4	148.7	3.7	23.9
Suède	51.2	46.7	20.7	44.2	284.5	282.9	10.8	26.8
Suisse	34.5	62.0	40.6	65.4	570.3	665.4	88.1	34.3
Turquie	68.5	27.7	14.5	52.6	83.5	31.1	13.5	24.7
Argentine	53.2	2.5	1.6	62.1	36.4	50.0	5.4	41.5
Brésil	36.8	13.6	7.5	55.5	80.2	49.8	22.8	50.5
Chine	27.9	7.9	5.8	73.1	43.9	58.1	32.7	60.2
Colombie	40.5	10.5	4.2	40.3	103.1	55.3	17.1	54.0
Costa Rica	36.5	20.4	6.2	30.5	87.3	41.0	15.2	63.5
Inde	53.2	10.0	5.5	54.7	43.7	25.8	16.4	30.0
Indonésie	43.2	12.5	6.2	49.5	66.1	22.8	12.2	39.5
Lettonie	66.5	10.0	3.5	34.9	182.8	124.0	12.1	32.1
Lituanie	63.0	10.1	3.1	30.3	105.4	60.9	3.7	36.2
Russie	48.6	7.7	3.0	38.6	46.1	61.3	16.6	37.4
Arabie Saoudite	17.5	11.1	6.6	59.4	44.3	152.0	94.4	77.4
Afrique du Sud	28.9	11.6	4.7	40.8	113.7	128.3	13.3	35.0

1. En pourcentage des engagements extérieurs.

2. En pourcentage du PIB.

3. En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) ; Fonds monétaire international (FMI) ; Banque mondiale ; et calculs de l'OCDE.

Tableau 1.A2.2. Facteurs de risque pour la stabilité financière liés au compte financier (suite)

Variation depuis 2007 (en points de pourcentage)

Poids de la dette extérieure ¹	Dette bancaire extérieure ²	Dette bancaire extérieure à court terme ²	Dette bancaire extérieure à court terme ³	Engagements extérieurs ²	Avoirs extérieurs ²	Réserves en devises ²	Part de l'IDE ¹	
Les valeurs positives indiquent une augmentation du risque financier					Les valeurs positives indiquent une baisse du risque financier			
-4.7	-5.9	-3.6	-7.7	13.8	-17.7	0.1	2.5	États-Unis
3.3	8.3	8.3	11.7	48.8	68.0	7.2	-0.5	Japon
-9.6	-21.0	-13.8	-7.3	-6.0	21.1	0.4	1.6	Allemagne
1.5	-9.1	-11.8	-10.1	20.7	11.0	0.3	0.2	France
-1.4	-26.1	-8.2	4.6	7.5	8.0	1.3	0.4	Italie
-11.4	-54.1	-45.8	-8.8	-45.4	-51.0	2.4	3.4	Royaume-Uni
20.3	4.6	0.2	-9.8	0.1	37.0	2.2	-15.4	Canada
4.6	-7.0	-4.2	-6.2	16.4	22.9	1.1	0.3	Australie
-1.5	-28.9	-14.6	-9.1	-63.5	-49.1	0.5	5.0	Autriche
-18.8	-70.6	-69.9	-34.6	-105.1	-76.2	1.3	15.7	Belgique
-3.7	2.1	-0.2	-6.7	56.3	36.0	6.5	3.1	Chili
5.8	-3.5	-3.9	-13.3	20.5	34.3	15.4	-1.0	République tchèque
-7.9	-7.0	2.7	9.8	9.0	62.1	24.6	-4.9	Danemark
-6.4	-99.2	-20.8	31.4	-36.7	9.0	-14.5	10.0	Estonie
17.9	11.6	7.6	7.6	78.7	116.6	0.8	-2.8	Finlande
17.2	-38.2	-9.7	6.2	67.4	46.6	1.0	-4.8	Grèce
-7.3	-41.6	-10.1	6.8	-8.3	23.3	9.1	8.2	Hongrie
3.7	-256.7	-117.7	-18.5	-138.4	-367.9	13.2	1.2	Islande
-25.0	-140.4	-96.2	-13.7	561.7	514.2	0.5	5.2	Irlande
-17.5	-3.0	-1.0	7.5	-23.4	-0.2	13.1	11.4	Israël
-2.0	-5.0	-3.3	-2.3	-3.4	28.7	2.4	2.9	Corée
-9.7	-273.9	-203.6	-9.6	4553.4	4605.7	0.9	18.9	Luxembourg
15.4	3.4	1.6	5.1	18.8	20.1	7.0	-6.7	Mexique
-5.6	-33.8	-30.5	-13.5	48.7	132.0	1.0	5.5	Pays-Bas
-3.6	-5.6	-5.2	-12.1	-23.9	-1.3	-5.1	-3.8	Nouvelle-Zélande
1.5	-25.7	-27.7	-30.0	-28.1	91.6	-2.0	4.9	Norvège
2.8	-1.7	0.1	2.5	2.8	5.0	3.0	-2.8	Pologne
0.2	-43.1	-18.8	-8.8	-15.1	-25.5	1.8	4.6	Portugal
9.4	-0.8	1.0	4.2	-0.2	-0.9	-24.0	-8.7	République slovaque
3.3	-30.3	-8.0	0.7	-2.2	-14.9	-0.5	-2.1	Slovénie
-3.1	-27.2	-5.8	8.9	1.7	0.5	2.9	3.5	Espagne
1.4	-7.3	-11.7	-15.7	2.5	2.6	4.9	-5.0	Suède
-15.9	-110.3	-84.5	-7.2	-19.4	-67.3	77.9	13.7	Suisse
13.8	8.8	6.2	8.3	0.5	1.9	0.9	-7.3	Turquie
-1.0	-4.3	-1.8	11.8	-21.0	-18.8	-9.6	2.3	Argentine
12.7	5.9	3.9	8.3	8.7	18.2	8.3	15.7	Brésil
-4.3	2.0	2.5	17.9	5.4	-17.6	-15.3	2.9	Chine
-3.9	3.4	0.0	-19.2	46.8	24.9	6.0	0.1	Colombie
-10.4	-4.8	-5.2	-14.7	19.7	-9.1	-1.5	10.4	Costa Rica
3.6	-1.5	-0.5	2.7	2.5	-7.7	-10.4	4.3	Inde
-10.0	1.8	0.5	-3.6	4.8	-0.6	-0.1	7.8	Indonésie
-8.3	-70.5	-29.9	-6.5	3.7	29.6	-8.4	7.9	Lettonie
0.3	-33.4	-8.9	2.7	-18.2	2.9	-17.6	0.6	Lituanie
13.0	-5.5	-3.3	-9.1	-57.0	-29.6	-22.2	-2.1	Russie
-19.0	2.0	0.9	-2.9	13.7	20.7	13.3	13.8	Arabie Saoudite
9.2	0.1	-0.4	-4.4	-0.1	48.1	2.7	-6.4	Afrique du Sud

1. En pourcentage des engagements extérieurs.

2. En pourcentage du PIB.

3. En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) ; Fonds monétaire international (FMI) ; Banque mondiale ; et calculs de l'OCDE.