

Chapitre 1

ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Introduction

Cela fait cinq années que l'économie mondiale se trouve prise au piège de la croissance molle, avec une croissance faible qui, aux alentours de 3%, reste décevante. La croissance restant obstinément en dessous des attentes pèse ainsi sur les anticipations de production future, réduisant par là même les dépenses courantes et la progression de la production potentielle. Au niveau mondial, les échanges et l'investissement sont moroses, ce qui limite les gains de productivité de la main-d'œuvre et la hausse des salaires qui sont pourtant nécessaires à une hausse durable de la consommation. Toutefois, les politiques budgétaires, déjà mises en œuvre ou proposées, pourraient, pour autant qu'elles soient efficaces, agir comme catalyseur de l'activité économique et aider l'économie mondiale à croître à un rythme légèrement supérieur, qui pourrait ressortir à quelque 3 ½ pour cent d'ici 2018. Sortir du piège de la croissance molle dépendra des choix opérés par les responsables de l'action publique, ainsi d'une mise en œuvre efficace et concertée. Si, conformément aux hypothèses formulées dans ces prévisions, la future administration américaine engage de manière efficace une grande initiative budgétaire qui permettra de stimuler l'investissement et la consommation au plan intérieur, la croissance mondiale pourrait être supérieure de 0.1 point de pourcentage en 2017 et de 0.3 point en 2018. Si la relance budgétaire en cours en Chine continue de soutenir la demande, la croissance mondiale pourrait également s'en trouver accrue de 0.2 point de pourcentage par an en moyenne sur la période 2017-18. Un assouplissement budgétaire plus ample que celui actuellement prévu dans nombre d'autres économies avancées, notamment dans l'UE, conforterait encore l'activité nationale et mondiale. D'après l'analyse de la marge budgétaire effectuée par l'OCDE, l'UE a la possibilité de s'engager dans une action plus concertée.

Dans ce contexte d'initiatives budgétaires, des progrès sur le front de la politique commerciale contribueraient à faire sortir l'économie mondiale du piège de la croissance molle et d'étayer le redémarrage de la productivité. À l'inverse, une aggravation du protectionnisme et la menace de mesures commerciales de rétorsion pourraient annuler une grande partie des retombées des initiatives budgétaires sur la croissance au niveau national et international, si bien que la situation budgétaire des pays s'en trouverait également dégradée. Les tensions émanant des marchés du travail et des marchés de produits ne se matérialisant que lentement, l'inflation devrait rester modeste dans la plupart des économies, même si des tensions sur les ressources pourraient se faire jour aux États-Unis. Si les anticipations de croissance à moyen et long terme s'éclaircissent, permettant ainsi une réorientation de la politique monétaire vers une plus grande neutralité aux États-Unis, certaines distorsions observées sur les marchés de capitaux, par exemple l'absence de primes d'échéance et de risque de crédit, pourraient en être atténuées. Toutefois, le risque de creusement des divergences entre les orientations de la politique monétaire dans les grandes économies au cours des deux années à venir pourraient constituer une source nouvelle de tensions sur les marchés de capitaux. De

nouveaux défis ont également surgi avec la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne, ouvrant potentiellement la voie à une longue période d'incertitudes, jusqu'à ce que l'on dispose d'éclaircissements sur la portée future des relations commerciales du pays avec le reste de l'Union européenne.

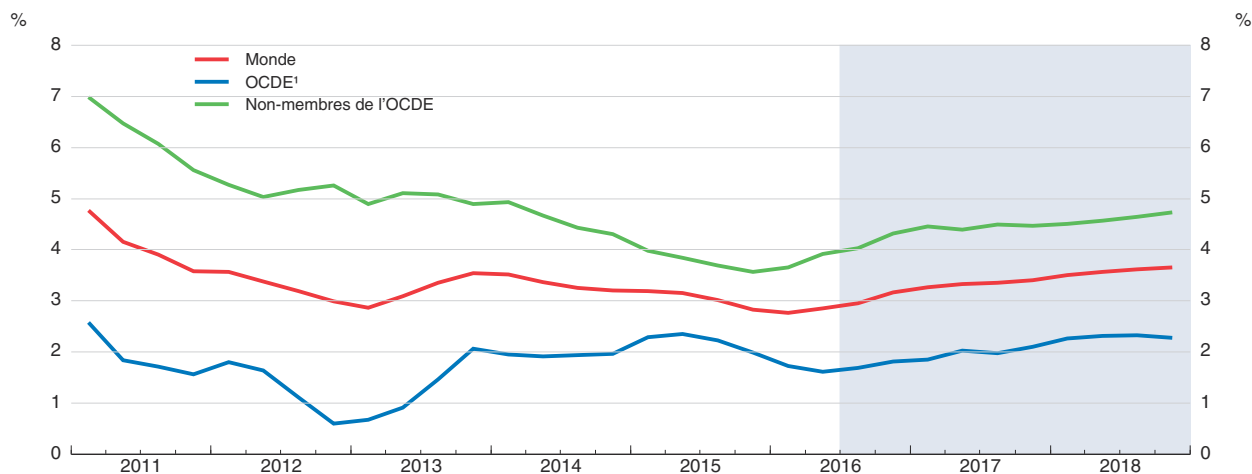
Pour être sûr de mettre fin à cet équilibre de croissance faible, il est nécessaire que les pouvoirs publics déploient des efforts efficaces et collectifs pour soutenir la demande globale à court terme et rehausser la croissance potentielle à long terme. À cette fin, il convient de mettre en œuvre une politique monétaire accommodante et, en complément, de faire un meilleur usage collectif des politiques budgétaires associées à des politiques structurelles plus ambitieuses, et d'éviter l'extension des mesures protectionnistes. Les distorsions existant sur les marchés de capitaux et les perspectives d'instabilité plus grande signifient que l'on ne dispose d'aucune marge permettant de procéder à un assouplissement monétaire allant au-delà des plans qui existent dans les principales économies avancées. Cela étant, les pays devraient examiner de près la marge budgétaire dégagée par la faiblesse des taux d'intérêt qui leur permettrait de favoriser le développement des infrastructures matérielles et immatérielles et d'intensifier d'autres dépenses propices à la croissance pendant quatre ans en moyenne tout en conservant les mêmes ratios dette-PIB (voir le chapitre 2). Une action collective dans ce domaine, notamment une réaffectation des dépenses publiques au profit de postes plus susceptibles de favoriser la croissance, permettrait de catalyser l'investissement des entreprises, et des gains de production supplémentaires pourraient ainsi être obtenus grâce aux effets d'entraînement entre pays. Les choix budgétaires ne peuvent être dissociés des politiques structurelles, faute de quoi il sera impossible de renforcer les gains de productivité et l'utilisation de la main-d'œuvre, et la viabilité de la dette s'en trouvera menacée. Compte tenu du spectaculaire ralentissement des échanges, les grandes priorités de l'action collective des pouvoirs publics en matière structurelle vont consister à inverser les mesures protectionnistes prises depuis la crise et à élargir encore la portée des échanges internationaux, ainsi qu'à prendre parallèlement des mesures destinées à garantir un meilleur partage des avantages découlant du commerce. Une mise en œuvre énergique et généralisée des mesures monétaires, budgétaires et structurelles devrait permettre de relever les anticipations de croissance et de réduire les perceptions de risques et, partant, de placer l'économie mondiale sur une trajectoire durable de croissance plus vigoureuse.

La reprise pourrait reprendre de la vigueur selon les choix opérés par les pouvoirs publics

Les perspectives d'une croissance anormalement faible persistent, malgré des taux d'intérêt très bas (graphique 1.1), reflétant la médiocrité des évolutions sous-jacentes du côté de l'offre, la modestie de la demande globale et le relâchement des efforts de réforme. Malgré un redressement au troisième trimestre de 2016, la hausse du PIB mondial devrait selon les estimations s'établir à nouveau aux alentours de 3 % cette année, soit un niveau inférieur de plus $\frac{3}{4}$ de point à la moyenne observée au cours des deux décennies ayant précédé la crise. Faute de mesures visant à corriger ce déficit de croissance persistant, il sera de plus en plus difficile aux gouvernements de respecter la totalité de leurs engagements implicites futurs envers la société, voire de répondre aux attentes actuelles de leurs citoyens. Si certains signes indiquent qu'après avoir connu un ralentissement prolongé, la croissance de la production a commencé à se stabiliser dans les économies émergentes et en développement, grâce à l'effet à court terme des mesures prises en Chine

Graphique 1.1. La croissance du PIB mondial va augmenter


Pourcentage de variation en glissement annuel



Note : PIB calculé à l'aide des parités de pouvoir d'achat.

1. Pour 2015, la croissance en Irlande a été mesurée à l'aide de la valeur ajoutée brute à prix constants hors secteurs dominés par des entreprises multinationales à capitaux étrangers.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439403>

par les pouvoirs publics pour accompagner l'activité et à l'atténuation de la récession dans nombre de pays producteurs de matières premières, les économies avancées se sont à ce jour montrées incapables d'accélérer vraiment.

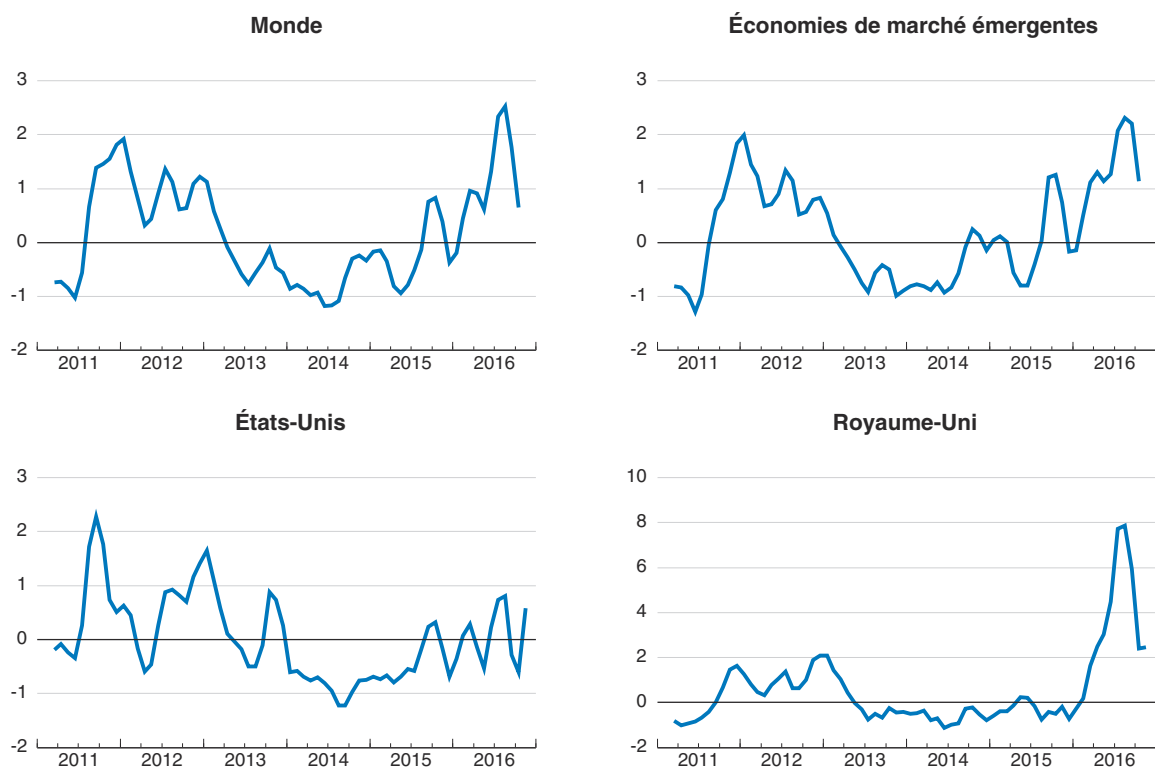
Si l'on se fonde sur l'analyse de la presse, les indices d'incertitude économique liée à l'action publique restent élevés dans plusieurs pays, et au niveau mondial (graphique 1.2). Ceci ajoute aux risques de révision à la baisse des prévisions, avec des conséquences négatives probables sur l'activité si cette situation perdure. Malgré cela, les turbulences sur les marchés d'actions se sont atténuées, après la réaction initiale brutale observée à l'issue de l'élection aux États-Unis et du référendum au Royaume-Uni, même si la volatilité a augmenté sur les marchés obligataires. Dans de nombreuses économies, les rendements des obligations d'État se sont redressés par rapport à leur plus bas historique, grâce à l'orientation plus positive des anticipations des marchés concernant l'inflation à venir et, par conséquent, le rythme futur du relèvement des taux directeurs aux États-Unis.

La croissance mondiale pourrait reprendre un peu de vigueur au cours des deux prochaines années, sans dépasser toutefois 3 ½ pour cent d'ici 2018 et ce, dans l'hypothèse d'une orientation budgétaire plus favorable à l'activité aux États-Unis, avec les effets d'entraînement sur la demande qui pourraient s'exercer dans d'autres économies (tableau 1.1). Faute d'une concrétisation de ces évolutions aux États-Unis et en l'absence de l'effet estimé de l'assouplissement budgétaire prévu en Chine et dans la zone euro, la hausse du PIB mondial s'en trouverait amputée, par rapport aux prévisions, d'environ 0.4 point de pourcentage en 2017 et 0.6 point de pourcentage en 2018 (encadré 1.1 et graphique 1.3). Les résultats seraient encore plus médiocres en cas d'adoption de mesures commerciales restrictives, mais la mise en œuvre de mesures de facilitation du commerce donnerait un coup de pouce à la croissance (encadré 1.3).

Dans les économies avancées, la mise en œuvre de politiques macroéconomiques propres à soutenir l'activité et la stabilité des prix des matières premières devraient


Graphique 1.2. Les incertitudes entourant la politique économique restent élevées dans plusieurs économies

Indice des incertitudes liées à l'action publique normalisé sur la période 2011-2015, moyenne mobile sur 3 mois



Note : Les données relatives aux économies de marché émergentes sont des moyennes pondérées par les PPA des incertitudes liées à l'action publique fondées sur l'analyse de la presse en Chine, en Inde, au Brésil et en Russie. Les données de novembre 2016 pour les États-Unis et le Royaume-Uni sont obtenues à partir des données journalières disponibles jusqu'au 21 novembre.

Source : PolicyUncertainty.com ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439416>

continuer d'étayer l'activité, mais il faut encore que les salaires et l'investissement des entreprises s'orientent durablement et collectivement à la hausse pour affermir la croissance et amorcer une trajectoire de consommation durable. Dans la zone OCDE, la croissance du PIB devrait repartir pour dépasser légèrement 2 ¼ pour cent d'ici 2018, contre 1 ¾ pour cent cette année (graphique 1.4, partie A). En l'absence de soutien budgétaire aux États-Unis, la hausse du PIB dans la zone OCDE s'établirait en moyenne en deçà de 2 % par an sur la période 2017-18, soit un niveau légèrement différent de celui enregistré en 2015-16. Les économies de marché émergentes vont probablement enregistrer des résultats contrastés, qui témoignent de leurs différences concernant les politiques mises en œuvre pour soutenir l'activité, la sensibilité aux variations des cours des produits de base, les progrès accomplis dans la mise en œuvre de réformes structurelles et les vulnérabilités financières. Globalement, la croissance devrait repartir lentement à la hausse au cours des deux prochaines années, aidée en cela par l'atténuation progressive des récessions observées au Brésil, en Russie et dans d'autres pays producteurs de matières premières (graphique 1.4, partie B). On trouvera dans l'encadré 1.2 une synthèse, dans leurs grandes lignes, des projections relatives aux principales économies.

Tableau 1.1. **La croissance mondiale pourrait reprendre un peu de vigueur**

Total OCDE, sauf mention contraire

	Moyenne	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
	2004-2013						T4	T4	T4	
		Pourcentage								
Croissance du PIB en volume¹										
Monde ²	3.9	3.3	3.1	2.9	3.3	3.6	3.2	3.4	3.7	
OCDE ^{2,7}	1.6	1.9	2.1	1.7	2.0	2.3	1.8	2.1	2.3	
États-Unis	1.6	2.4	2.6	1.5	2.3	3.0	1.8	2.5	2.9	
Zone euro ⁷	0.8	1.2	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	
Japon	0.8	0.0	0.6	0.8	1.0	0.8	1.5	0.8	0.9	
Non-OCDE ²	6.6	4.6	3.8	4.0	4.5	4.6	4.3	4.5	4.7	
Chine	10.3	7.3	6.9	6.7	6.4	6.1	6.8	6.1	6.1	
Écart de production³	-0.5	-2.1	-1.5	-1.4	-0.9	0.0				
Taux de chômage⁴	7.1	7.4	6.8	6.3	6.1	6.0	6.2	6.1	5.9	
Inflation^{1,5}	2.0	1.6	0.7	1.0	1.7	2.1	1.3	1.7	2.3	
Solde des administrations publiques⁶	-4.6	-3.5	-3.0	-3.1	-3.0	-2.9				
Croissance du commerce mondial¹	5.3	3.9	2.6	1.9	2.9	3.2	2.1	2.8	3.5	

1. Pourcentage de variations ; dans les trois dernières colonnes figure la variation en glissement annuel.

2. Pondérations variables, PIB en parités de pouvoir d'achat.

3. Pourcentage du PIB potentiel.

4. Pourcentage de la population active.

5. Déflateur de la consommation privée.

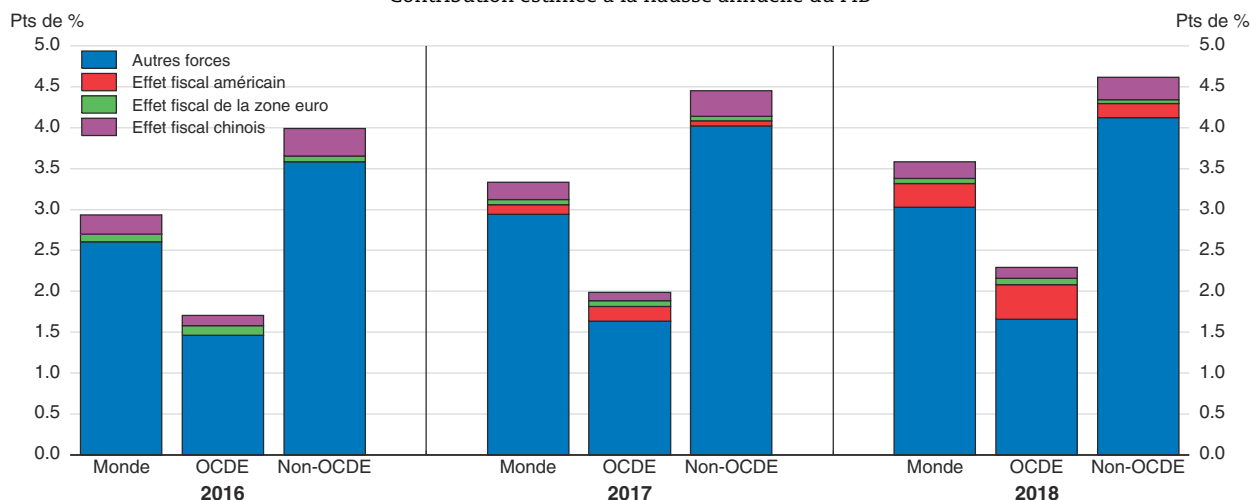
6. Pourcentage du PIB.

7. Pour 2015, la croissance en Irlande a été mesurée à l'aide de la valeur ajoutée brute à prix constants hors secteurs dominés par des entreprises multinationales à capitaux étrangers.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933440910>Graphique 1.3. **La relance budgétaire contribue à soutenir la hausse du PIB**

Contribution estimée à la hausse annuelle du PIB



Note : Données fondées sur des simulations de macro-modélisation sur la base d'une hypothèse de relance budgétaire aux États-Unis de l'ordre de ¼ pour cent du PIB en 2017 et de 1 ¼ pour cent du PIB en 2018 ; d'une relance budgétaire effective et prévue en Chine de 1 ½ pour cent du PIB en 2016 et de 1 % du PIB en 2017 comme en 2018, et d'une relance budgétaire effective et prévue dans la zone euro de 0.4 % du PIB en 2016, 0.2 % du PIB en 2017 et 0.3 % du PIB en 2018. On pose comme hypothèse qu'en Chine et dans la zone euro, la relance se fera par le biais des dépenses de consommation finale des administrations publiques. On trouvera dans l'encadré 1.1 des détails sur la relance aux États-Unis.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439421>

Encadré 1.1. Impact à court terme d'une relance budgétaire aux États-Unis

Aux lendemains des élections aux États-Unis, beaucoup s'attendent à un changement d'orientation significatif de la politique macroéconomique. La mesure dans laquelle le programme budgétaire présenté par la nouvelle administration pendant la campagne électorale sera effectivement mis en œuvre ne sera pas précisément connue avant un certain temps, étant donné que l'introduction de la législation requise est subordonnée à l'accord du Congrès et que, dans certains domaines tels que la réforme fiscale en particulier, des changements législatifs complexes pourraient se révéler nécessaires. On peut néanmoins s'attendre à ce que la politique budgétaire soit quelque peu assouplie au cours des deux prochaines années, ce qui aurait des répercussions sur les perspectives de croissance et l'inflation aux États-Unis et dans d'autres économies.

Le scénario stylisé décrit dans cet encadré produit à des fins d'illustration quelques estimations des effets économiques à court terme qui pourraient résulter de la mise en œuvre, aux États-Unis, d'une politique budgétaire expansionniste présentant les caractéristiques qui ont été retenues dans les projections, en utilisant le modèle macroéconomique mondial NiGEM. Les mesures budgétaires incorporées dans ce scénario sont les suivantes :

- Une augmentation de la consommation des administrations publiques et des investissements des administrations publiques représentant dans les deux cas $\frac{1}{4}$ pour cent du PIB (de référence) en 2017 et 2018.
- Une réforme des impôts sur le revenu des personnes physiques ayant pour effet de réduire les recettes fiscales de $\frac{1}{2}$ pour cent du PIB environ en 2017 et 2018. En pratique, cette réforme se traduirait probablement par une réduction du nombre de tranches d'imposition, conjuguée à une réduction des taux marginaux.
- Une réforme des impôts sur les sociétés ayant pour effet de réduire les recettes fiscales de $\frac{3}{4}$ pour cent du PIB environ en 2018. Dans la simulation, ce résultat est obtenu par une réduction du taux effectif de référence d'imposition des sociétés d'un peu plus de 10 %, plutôt que par un élargissement de la base d'imposition.

Étant donné qu'il faudra un peu de temps pour faire voter les lois nécessaires à l'exécution de ces mesures, le surcroît de dépenses envisagé dans le scénario serait mis en œuvre à partir du deuxième trimestre de 2017 et la réduction des impôts sur les ménages introduite graduellement dans le courant de 2017. Le modèle NiGEM a été utilisé en mode rétrospectif suivant le raisonnement que, dans une période caractérisée par une très grande incertitude, il est peu probable que les entreprises et les ménages se comportent comme ils le feraient si les mesures budgétaires étaient connues avec certitude avant d'être votées. Dans ce scénario, la politique monétaire conserve son caractère endogène aux États-Unis mais les taux d'intérêt directs dans les autres économies sont maintenus à un niveau fixe. La règle de solvabilité budgétaire pour les États-Unis est désactivée, de sorte que l'augmentation des dépenses et la baisse des impôts entraînent initialement une aggravation du déficit budgétaire.

Au total, les mesures budgétaires combinées conduisent à une augmentation du taux de croissance des États-Unis pour l'année civile d'environ 0.4 point de pourcentage en 2017 et d'un peu plus de 0.8 point de pourcentage en 2018 (voir premier graphique). Les investissements des entreprises augmentent relativement vite pour dépasser leur niveau de référence d'environ $5\frac{1}{2}$ pour cent en 2018, contribuant au renforcement du potentiel productif. La baisse du taux de chômage s'accroît, avec un recul d'un tout petit peu moins de $\frac{1}{2}$ point de pourcentage à l'horizon 2018, et des signes de pressions sur les ressources commencent à se faire jour : ainsi, l'inflation des prix à la consommation augmente de 0.1 point de pourcentage en 2017 et de 0.4 point de pourcentage en 2018. Le raffermissement de la croissance par rapport à son potentiel de référence et l'augmentation de l'inflation conduisent à un relèvement des taux d'intérêt directs, qui gagnent environ $\frac{1}{4}$ point de pourcentage en 2017 et $\frac{3}{4}$ point de pourcentage en 2018 par rapport à leurs très bas niveaux de référence. Il s'ensuit une augmentation des taux d'intérêt à long terme, qui dépassent leur niveau de référence d'environ 40 points de base en 2018.

Encadré 1.1. Impact à court terme d'une relance budgétaire aux États-Unis (suite)

Le sursaut de la demande finale américaine stimule également la croissance des importations, dont le volume en 2018 est supérieur d'environ 3 % au niveau de la projection de référence. Ces développements ont des retombées positives modestes sur les autres économies (voir premier graphique), en particulier le Canada et le Mexique (le scénario retenu postulant l'absence de mesures commerciales compensatoires). Dans l'ensemble, les mesures de relance activent la croissance du PIB mondial d'environ 0.1 point de pourcentage en 2017 et de 0.3 point de pourcentage en 2018, la croissance des échanges internationaux gagnant $\frac{1}{4}$ point de pourcentage en 2017 et $\frac{1}{2}$ point de pourcentage en 2018. En l'absence de relance budgétaire aux États-Unis, la croissance projetée du PIB en 2018 resterait en grande partie inchangée par rapport à 2017 dans la plupart des pays (voir deuxième graphique).

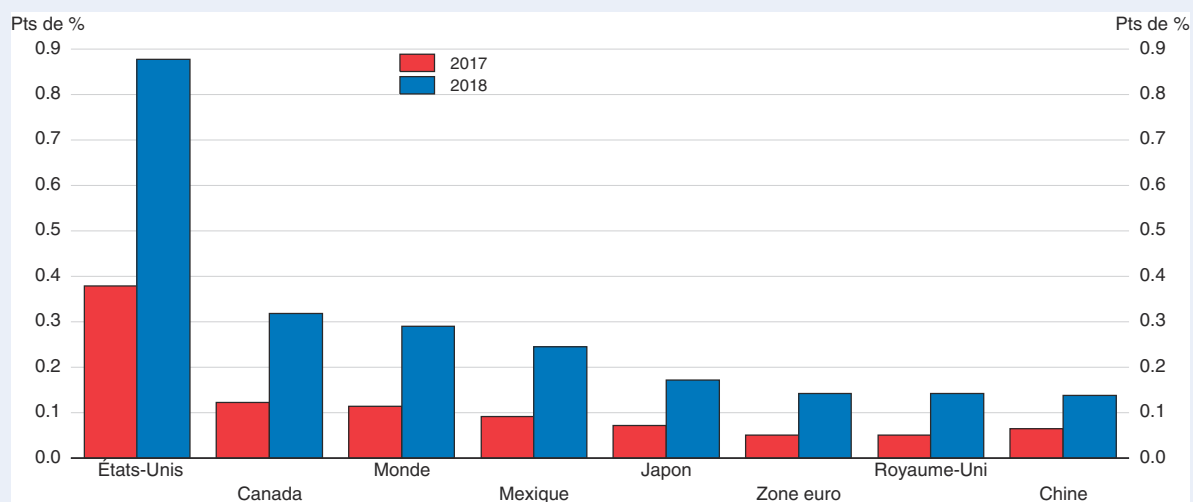
Le creusement initial ex ante du déficit budgétaire américain, consécutif à l'accroissement des dépenses et à la baisse des impôts, est partiellement compensé par les effets budgétaires favorables liés à la reprise de l'activité économique, de sorte que l'augmentation effective du déficit budgétaire par rapport au niveau de référence s'établit à environ $\frac{1}{2}$ pour cent du PIB en 2017 et à $1\frac{1}{2}$ % du PIB en 2018, à mettre en regard d'une hausse ex ante du déficit de $\frac{3}{4}$ pour cent du PIB en 2017 et de $1\frac{3}{4}$ du PIB pour cent en 2018. Le ratio dette publique/PIB des États-Unis décline légèrement au cours des deux années (d'environ $\frac{1}{2}$ pour cent du PIB en 2018), malgré l'accroissement du ratio déficit/PIB et la hausse du rendement des obligations d'État à long terme. La raison en est que l'impact favorable de l'augmentation du PIB (nominal) sur le ratio dette/PIB fait plus que compenser l'impact de l'aggravation du déficit budgétaire à court terme.

Il existe un certain nombre de raisons pour lesquelles les effets initiaux des mesures de relance sur la production pourraient différer des effets décrits dans la présente analyse :

- Certaines des mesures budgétaires envisagées, notamment les changements apportés en matière de fiscalité des entreprises, seront probablement permanentes et auront des implications à plus long terme pour les déficits budgétaires et la dette futurs. La prise de conscience que ces effets devront sans doute être compensés à l'avenir par un relèvement des impôts ou une baisse des dépenses pourrait atténuer la réaction à court terme de la demande du secteur privé face aux mesures de relance. Les mesures de relance pourraient stimuler la production potentielle à long terme et, ce faisant, améliorer la soutenabilité

Impact d'un programme de relance budgétaire stylisé aux États-Unis sur la croissance du PIB à court terme

Différence par rapport à la situation de référence

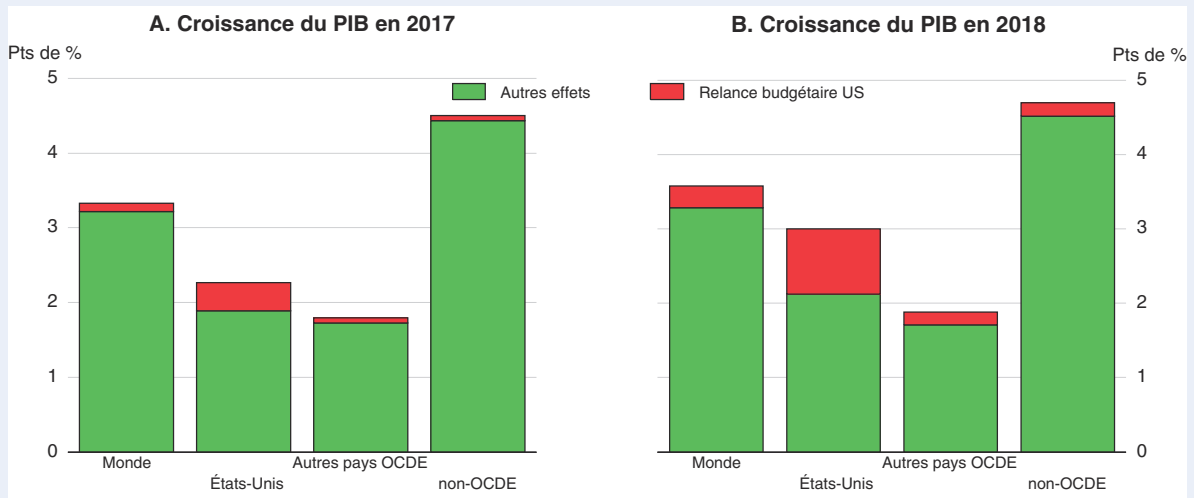


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439355>

Encadré 1.1. Impact à court terme d'une relance budgétaire aux États-Unis (suite)

Contribution de la relance budgétaire aux États-Unis à la croissance projetée du PIB



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

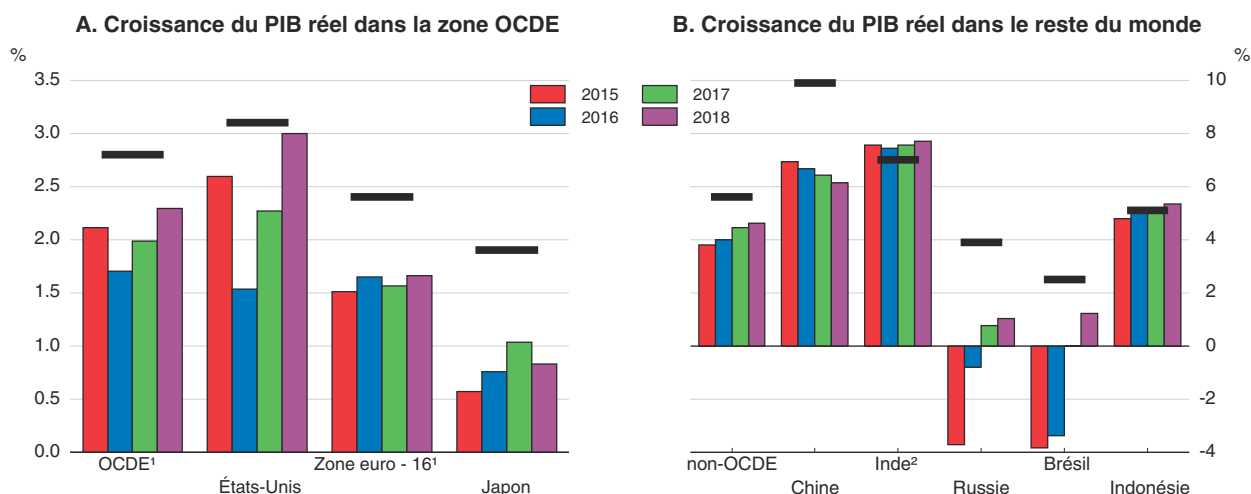
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439364>

de la dette publique, en particulier si les entreprises réagissent à la baisse des impôts sur les sociétés non pas en augmentant leurs dividendes et leurs investissements financiers mais en renforçant durablement leurs dépenses d'investissement, mais la mesure dans laquelle ce sera effectivement le cas est encore très incertaine.

- L'effet de soutien de la demande exercé par les réductions d'impôts dépendra en pratique des paramètres distributifs ainsi que du volume global de l'éventuelle diminution des recettes. Pour autant que les ménages à revenu élevé ou les entreprises dotées d'une abondante trésorerie bénéficient d'une baisse de leurs impôts par rapport à la situation normale, le surcroît de revenu rendu disponible pourrait être affecté à l'épargne et non au financement de dépenses finales supplémentaires.
- Une riposte monétaire plus agressive aux États-Unis, associée à une appréciation plus importante du dollar, modérerait également les effets sur la croissance américaine à court terme. Une telle politique pourrait néanmoins soutenir la demande globale dans les autres économies dont la monnaie se déprécierait, à condition toutefois de ne pas accentuer l'instabilité sur les marchés de capitaux. Une hausse plus forte des primes de terme sur les obligations d'État à long terme, résultant de l'anticipation d'une dette publique future plus élevée, atténuerait également la réaction aux mesures de relance budgétaire.
- Cela étant, si les mesures de relance parvenaient à faire revenir un certain nombre de travailleurs découragés sur le marché du travail, ou si la réaction de l'investissement des entreprises était encore plus vigoureuse que nous l'estimons ici, le potentiel productif pourrait augmenter dans des proportions plus importantes. Cela limiterait l'émergence de tensions inflationnistes et réduirait la nécessité d'un relèvement des taux directeurs aux États-Unis.

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

Pourcentage de variation en glissement annuel



Note : Les lignes horizontales correspondent au taux de croissance annuel moyen du PIB sur la période 1987-2007. Les données relatives à la Russie concernent le taux de croissance annuel moyen pour la période 1994-2007.

1. Pour 2015, la croissance en Irlande a été mesurée à l'aide de la valeur ajoutée brute à prix constants hors secteurs dominés par des entreprises multinationales à capitaux étrangers.

2. Exercices budgétaires.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439430>

Encadré 1.2. **Projections de croissance et d'inflation dans les principales économies**

Aux États-Unis, la croissance du PIB s'est ressaisie au second semestre de 2016, stimulée par la vigueur continue de la croissance de la consommation et de l'emploi et par l'affaiblissement des effets délétères du déclin des investissements dans le secteur énergétique. L'assouplissement budgétaire anticipé, qui devrait prendre la forme d'une augmentation des dépenses publiques et d'une réduction des impôts sur les ménages et les sociétés, devrait donner un coup de fouet supplémentaire à la demande intérieure au cours des deux prochaines années, et plus particulièrement à l'investissement des entreprises, même s'il faut s'attendre à une légère hausse des taux d'intérêt à long terme. Dans ce scénario, le PIB devrait croître d'un peu plus de 2 ½ pour cent par an en moyenne en 2017-18. En l'absence de ces mesures supplémentaires, la croissance du PIB serait sans doute plus proche de 2 % par an en moyenne en 2017-18.

Au Japon, la croissance du PIB devrait rester modeste, aux alentours de ¾ à 1% par an en 2017-18, à mesure que les effets de l'appréciation passée du yen et de l'apathie du commerce asiatique sur les exportations s'atténueront et que les exportations réagiront à l'augmentation de la demande d'importations des États-Unis. Le léger assouplissement budgétaire projeté devrait contribuer à soutenir l'activité l'année prochaine, mais comme les difficultés budgétaires devraient s'aggraver à nouveau à compter de 2018, il importera de savoir dans quelle mesure les effets conjugués des pénuries de capacité et de main-d'œuvre et de la vigueur des bénéficiaires pourront se répercuter sur les dépenses des entreprises et les salaires.

Dans la zone euro, la croissance devrait se maintenir entre 1 ½ et 1 ¾ pour cent par an. Malgré une politique monétaire accommodante et un assouplissement budgétaire modeste en 2016-18, la demande intérieure s'annonce toujours modérée, freinée par la mollesse de l'investissement, le niveau encore élevé du chômage et l'importance des créances douteuses et litigieuses dans certains pays. Les exportations

Encadré 1.2. Projections de croissance et d'inflation dans les principales économies (suite)

bénéficieront de l'augmentation de la demande de produits importés aux États-Unis. Néanmoins, les conséquences négatives du fléchissement de la croissance de la demande au Royaume-Uni, ajoutées aux incertitudes entourant l'avenir de l'Union européenne, devraient également se manifester au cours des deux prochaines années. Une utilisation plus judicieuse de la marge de manœuvre budgétaire améliorerait les perspectives de l'UE et du reste du monde et aiderait les pays à s'extraire durablement du piège de la croissance molle.

Au Royaume-Uni, les perspectives se sont considérablement assombries par rapport à la période précédant le vote de sortie de l'Union européenne, les projections tablant sur une croissance du PIB qui pourrait s'établir entre 1 et 1 ¼ pour cent par an en moyenne en 2017-18, malgré le soutien apporté par une politique monétaire plus accommodante et l'allègement de l'assainissement budgétaire de grande ampleur initialement prévu pour 2017. Les incertitudes entourant l'orientation future de l'action publique, les relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne et la réaction de l'économie restent élevées, et ne vont probablement pas se dissiper même après une sortie présumée de l'Union européenne en 2019 et dans l'hypothèse d'accords commerciaux qui seraient basés sur l'application de taux relevant du statut de la nation la plus favorisée (NPF). Cet environnement pèsera sur l'investissement des entreprises, qui devrait chuter brutalement au cours des deux années à venir. La forte dépréciation de la livre sterling donnera un coup de pouce aux exportations, mais elle contribuera aussi à relever l'inflation et pèsera sur la hausse des salaires réels.¹ Il est probable que les retombées de ces évolutions sur l'économie mondiale commenceront à se manifester au cours des deux prochaines années.

En Chine, la croissance devrait continuer de s'atténuer et s'établir à quelque 6 ¼ pour cent en moyenne sur la période 2017-18, à mesure que le soutien apporté par les mesures de relance s'allègera et que le rééquilibrage de la demande au profit de sources intérieures se poursuivra. Gérer ce rééquilibrage dans un contexte marqué par les risques pesant sur le système financier reste un enjeu de taille. En Inde, la forte augmentation des salaires dans la fonction publique et l'adoption récente de réformes structurelles fondamentales, en particulier l'introduction de la taxe sur les biens et les services, permettra à la croissance du PIB de se maintenir légèrement au-dessus de 7 ½ pour cent par an en renforçant les incitations à investir offertes aux entreprises. Dans de nombreuses autres économies d'Asie, dont l'Indonésie, la demande intérieure continue de croître vigoureusement, aidée en cela par les investissements massifs opérés par les pouvoirs publics dans les infrastructures et l'expansion du crédit, qui compensent l'effet de freinage exercé par la faiblesse de l'évolution des échanges en Chine. Au Brésil et en Russie, une lente reprise devrait s'amorcer au cours des deux prochaines années, grâce au redressement des prix des matières premières, à l'affermissement récent de la confiance et à une politique monétaire soutenant l'activité à mesure que l'inflation s'atténue.

Dans le contexte d'atonie de la demande mondiale, les tensions inflationnistes devraient rester minimales dans la plupart des économies. L'inflation globale des prix à la consommation a commencé à se redresser dans les principales économies avancées, mais cette évolution est due en grande partie au raffermissement récent des prix des matières premières. Les prix des facteurs sont également en hausse dans de nombreuses économies de marché émergentes, notamment la Chine, où l'inflation des prix à la production est devenue positive pour la première fois depuis quatre ans. L'inflation sous-jacente, qui se situe à des niveaux modestes, est restée comparativement stable, témoignant de la persistance d'un volant de ressources économiques inutilisées et de la faiblesse des tensions mondiales sur les prix, en particulier au Japon où le taux de change effectif s'est sensiblement apprécié l'année dernière.

En l'absence de toute nouvelle évolution sensible des prix des matières premières, des taux de change et des anticipations d'inflation, l'inflation sous-jacente devrait s'orienter lentement à la hausse au cours des deux prochaines années dans les économies avancées, mais seulement pour autant que la sous-utilisation

Encadré 1.2. Projections de croissance et d'inflation dans les principales économies (suite)

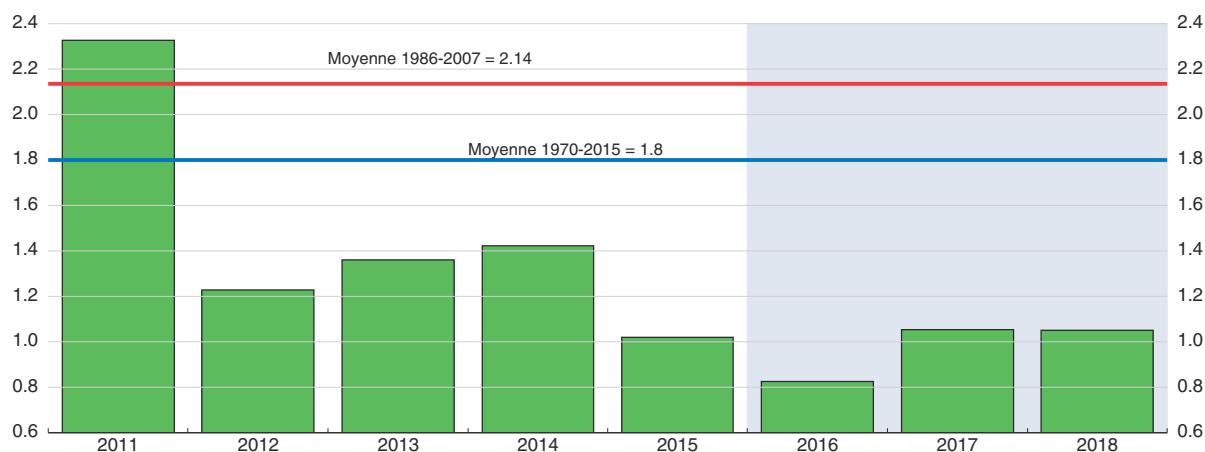
des ressources économiques ajustée des variations conjoncturelles diminue. Au cas où la demande repartirait, l'investissement et le retour à l'emploi de travailleurs découragés auraient pour effet d'accroître l'offre, atténuant les pressions sur les ressources. L'inflation devrait s'établir à environ 2 ½ pour cent vers la fin de 2018 aux États-Unis si les mesures de relance sont mises en œuvre comme on le suppose, mais rester inférieure à 1 ¼ pour cent et 1 ½ pour cent au Japon et dans la zone euro, respectivement. Pour ce qui est des grandes économies émergentes, l'inflation des prix à la consommation devrait rester modeste en Chine et refluer lentement au Brésil et en Russie, aidée en cela par l'impact de la stabilisation des devises. En Inde, les tensions inflationnistes devraient également rester maîtrisées, même si la nouvelle taxe sur les biens et services pourrait aboutir à une hausse ponctuelle des prix.

1. Dans l'ensemble, les prévisions sont globalement conformes aux scénarios élaborés par l'OCDE avant le référendum (Kierzenkowski et al., 2016), qui prévoyaient un recul à court terme de plus de 3 % par rapport au scénario de référence du niveau du PIB du Royaume-Uni d'ici 2020, dans l'hypothèse d'une sortie de l'Union européenne en 2019.

Même dans le contexte d'un accompagnement plus ferme de l'activité se traduisant éventuellement par des résultats plus satisfaisants sur le plan de la croissance mondiale, la croissance des échanges mondiaux reste exceptionnellement faible en volume avec un ralentissement qui devrait l'amener en deçà de 2 % cette année, contre 2 ½ pour cent en 2015. Seule une amélioration modeste est prévue au cours des deux prochaines années et le rythme de progression des échanges devrait s'établir aux alentours de 3 ¼ pour cent d'ici 2018, évolution globalement parallèle à celle de la hausse de la croissance mondiale (aux taux de change du marché). Il s'agit là d'un affaiblissement marqué par rapport aux tendances passées, ce qui pourrait laisser à penser que la mondialisation mesurée par l'intensité des échanges est peut-être quasiment en train de marquer le pas (graphique 1.5). Dans les économies émergentes et en développement, la hausse en

Graphique 1.5. Les échanges mondiaux sont à des niveaux historiquement très faibles

Rapport de la croissance mondiale des échanges à la croissance mondiale du PIB



Note : Échanges mondiaux de biens et de services en volume, PIB mondial à prix constant et taux de change du marché. Les moyennes par période correspondant au rapport de la hausse annuelle moyenne des échanges mondiaux à la hausse annuelle moyenne du PIB pour la période considérée.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439449>

volume des importations est particulièrement ténue, même si l'on tient compte du recul de la pénétration des importations toujours observé en Chine¹. D'après des analyses réalisées par l'OCDE, il semblerait qu'une part significative de la modération de la hausse des échanges au cours des cinq dernières années soit attribuable à des facteurs structurels comme le ralentissement de la libéralisation des échanges, l'adoption de nouvelles mesures protectionnistes depuis la crise ou encore la contraction des chaînes de valeur mondiales (en particulier en Chine et dans l'Asie de l'Est) (Haugh et al., 2016). Ces problèmes structurels ont été encore aggravés par les facteurs conjoncturels qui sont venus s'y ajouter, par exemple les récessions profondes observées dans certains pays producteurs de matières premières et la faiblesse généralisée de l'investissement dans le capital fixe. Si les initiatives budgétaires déjà mises en œuvre ou proposées, notamment les investissements dans les infrastructures, arrivent à servir de catalyseur à l'investissement des entreprises, les échanges mondiaux pourraient être plus vigoureux qu'on ne le prévoit actuellement. Des mesures visant à réduire les coûts des efforts de facilitation des échanges mondiaux pourraient apporter des avantages supplémentaires (encadré 1.3) En

Encadré 1.3. Effets de changements du coût des échanges internationaux

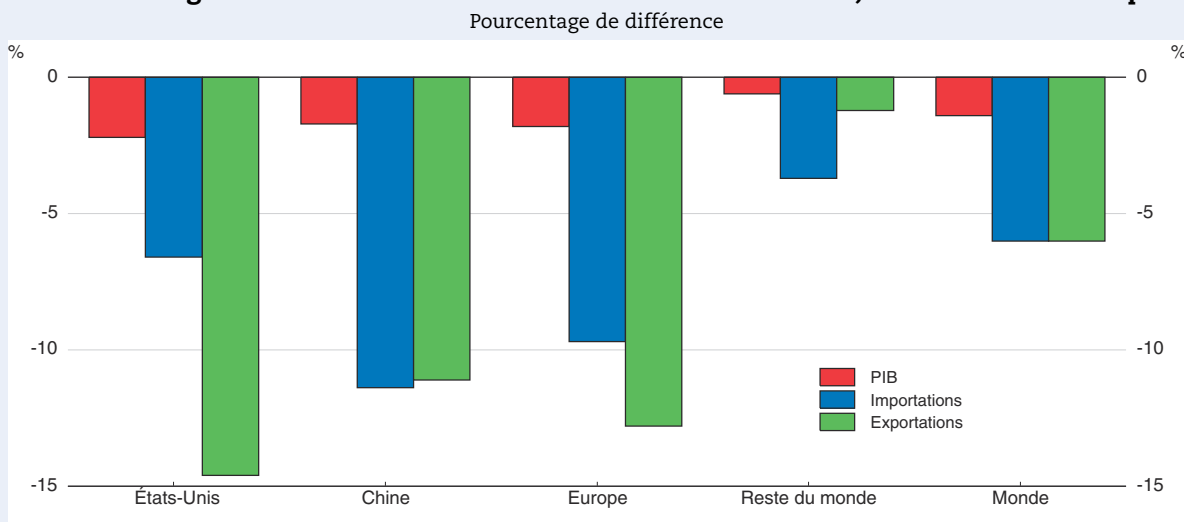
Le ralentissement de la croissance mondiale des échanges contribue au piège de la croissance molle. Le commerce accentue les pressions concurrentielles, encourage la spécialisation et l'amélioration de l'affectation des ressources, facilite le transfert de connaissances et joue un rôle essentiel dans le fonctionnement des chaînes de valeur mondiales. C'est pourquoi les mesures qui affectent les échanges ont des répercussions sur la production et la productivité. Avec l'augmentation de la fragmentation transnationale de la production (les intrants intermédiaires étant susceptibles de traverser les frontières à de multiples reprises), des variations minimales des coûts commerciaux peuvent avoir un impact significatif sur les échanges à cause de leurs effets cumulés. Les politiques qui ont un impact sur les échanges constituent donc un volet clé des réponses à trouver pour sortir du piège de la croissance molle. Plusieurs scénarios stylisés permettent de mettre en regard les avantages qu'il y a à prendre des mesures, même modestes, d'amélioration des échanges et les coûts qu'entraîneraient des politiques risquant de gripper les rouages des chaînes de valeur mondiales.

Un premier scénario examine l'impact d'une amélioration des mécanismes de facilitation des échanges qui rendrait les procédures aux frontières plus rapides et plus efficaces dans toutes les économies. Ce scénario pose pour hypothèse que le coût des échanges diminue de 1.3 % uniformément, dans tous les secteurs et dans tous les pays. La réduction du coût des échanges supposée est évaluée à l'aide des Indicateurs de l'OCDE sur la facilitation des échanges (Moisé, 2013)¹. Si l'on se fonde sur le modèle METRO de l'OCDE (2015a), le PIB mondial s'en trouverait relevé d'environ 1.5 % et les échanges mondiaux de 1.7 %. Ces effets ne se manifesteraient pas immédiatement mais seulement une fois l'ajustement de la demande et des facteurs de production entièrement achevé, même si une grande partie de ce processus pourrait être accompli dans l'horizon temporel couvert par les *Perspectives économiques*. Des améliorations de la productivité se produiraient pendant plusieurs années, sous l'effet des gains d'efficacité obtenus grâce à la baisse des coûts d'une présence sur les marchés à l'exportation. La plus grande ouverture aux échanges pourrait également s'accompagner d'une augmentation positive, mais modeste, de la productivité totale des facteurs à long terme.

1. Si l'on exclut la Chine, les importations en volume (biens et services) dans la zone hors OCDE devraient selon les prévisions diminuer de plus de 1 % cette année, après avoir reculé de plus de 2 ½ pour cent en 2015. Elles devraient renouer lentement avec une croissance estimée à quelque 2% par an en 2017-18


Encadré 1.3. Effets de changements du coût des échanges internationaux (suite)

Effet de l'augmentation des coûts commerciaux aux États-Unis, en Chine et en Europe



Note : Effet d'un renforcement de la protection commerciale par les États-Unis, la Chine et l'Union européenne se traduisant par une hausse du coût des échanges de 10 points de pourcentage. L'Europe inclut l'Union européenne, la Suisse et la Norvège. Les échanges intra-européens n'ont pas été inclus dans les résultats commerciaux de l'Europe. Les effets sur le PIB et les échanges ont été simulés à l'aide du modèle METRO de l'OCDE, un modèle d'équilibre général calculable du commerce mondial comportant un niveau de désagrégation sectorielle poussé (OCDE, 2015a).

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439371>

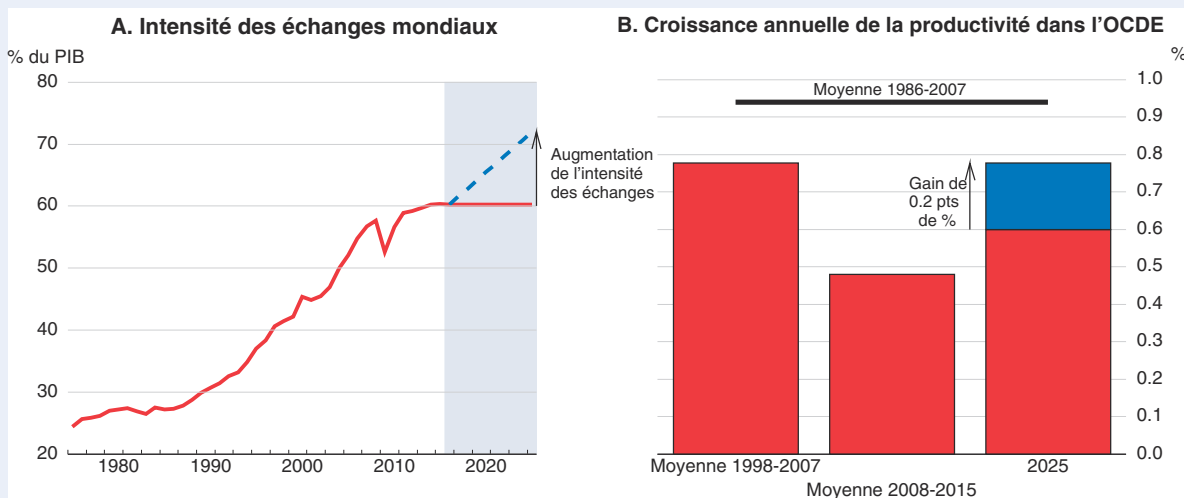
Un second scénario examine au contraire l'impact d'un renforcement des barrières commerciales dans les principales puissances commerciales du monde - Europe, les États-Unis et la Chine - qui se traduirait dans cette hypothèse par une augmentation de 10 points de pourcentage du coût des échanges vis-à-vis de tous les partenaires et pour toutes les marchandises (mais pas les services). Cette ampleur revient globalement à porter les droits de douane au niveau des droits consolidés qui prévalaient en 2001, année de démarrage des négociations commerciales du Cycle de Doha. Une telle évolution aurait des conséquences négatives majeures sur les échanges et le PIB, les pays les plus durement touchés étant ceux qui imposeraient de nouveaux obstacles au commerce (voir le premier graphique).

Si le changement du niveau de protection choisi a une valeur purement illustrative, on pourrait s'attendre à ce que des changements d'une ampleur différente produisent des effets macroéconomiques proportionnellement supérieurs et inférieurs, même s'il ne faut pas exclure que certains effets négatifs restent dans l'angle mort des simulations. Par exemple, toute mesure de rétorsion est susceptible d'entraîner des effets négatifs supplémentaires sur les échanges, du fait de la perturbation des chaînes de valeur mondiales, et les incertitudes induites par des politiques commerciales protectionnistes provoqueraient probablement un ralentissement de l'investissement, qui serait suivi de nouvelles chutes des revenus et de la productivité.

Un dernier scénario a pour but d'isoler les avantages d'une plus grande ouverture commerciale en termes de gains de productivité. Si, grâce à la mise en œuvre collective des politiques commerciales, l'intensité des échanges dans l'OCDE et dans le monde pouvait progresser au rythme moyen observé durant les deux décennies qui ont précédé la crise au lieu de rester peu ou prou inchangée, la croissance de la productivité totale des facteurs pourrait gagner 0.2 point de pourcentage par an à moyen terme, si l'on se fonde sur les estimations relatives au lien entre l'ouverture des échanges et la hausse de la productivité tirées de Egert et Gal (2016). La croissance annuelle de la productivité totale des facteurs dans les pays de l'OCDE augmenterait alors d'environ un tiers (voir second graphique).


Encadré 1.3. Effets de changements du coût des échanges internationaux (suite)

L'augmentation de l'intensité des échanges stimulerait la croissance de la productivité



Note : Scénario dans lequel l'intensité des échanges dans le monde et dans la zone OCDE (somme des exportations et des importations rapportée au PIB aux taux de change du marché) augmente de 1.3 point de pourcentage par an (moyenne sur la période 1986-2007) à partir de 2017.

Source : Haugh et al. (2016), « Cardiac Arrest or Dizzy Spell : Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It? », Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 18 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439386>

1. Pour des détails complémentaires sur les Indicateurs de l'OCDE sur la facilitation des échanges, voir aussi <http://www.oecd.org/tad/facilitation/indicators.htm>.

revanche, si des mesures protectionnistes supplémentaires devraient être prises au cours des deux prochaines années dans les grandes économies, la hausse du commerce mondial pourrait être plus modeste, ce qui aurait des conséquences négatives en termes de gains de productivité.

Comment la politique budgétaire pourrait-elle aider le monde à sortir du piège de la croissance molle ?

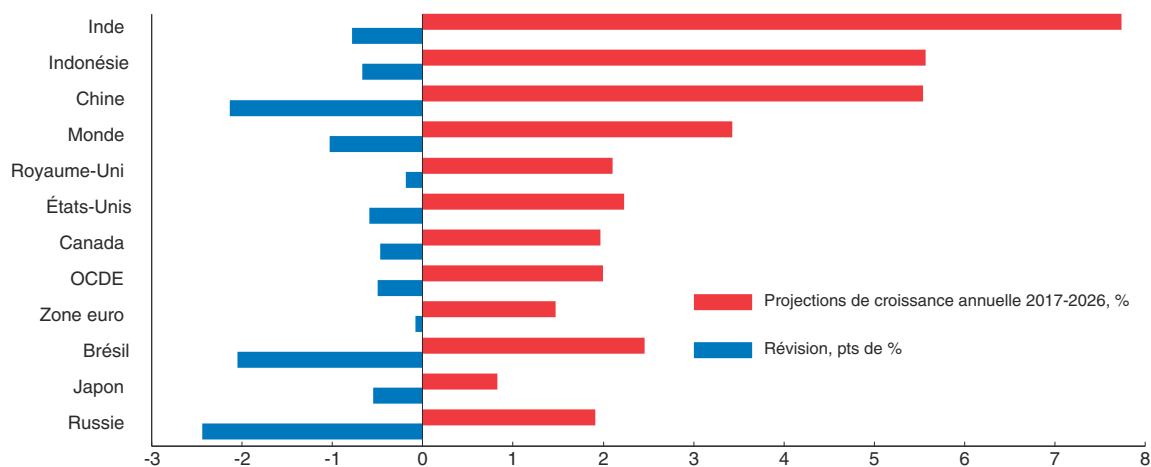
L'atonie de la croissance freine l'investissement et la productivité

La période d'atonie prolongée de la demande se traduit de plus en plus par des évolutions défavorables du côté de l'offre, remettant en cause la capacité à long terme d'une économie d'améliorer le niveau de vie de sa population. Les estimations de la croissance de la production potentielle par habitant ont été révisées à la baisse de manière répétée à la suite de la crise, reflétant un ralentissement de la croissance de la productivité tendancielle de la main-d'œuvre causé par la faiblesse de l'investissement et le ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs (PTF), conjugués à des effets démographiques dans certains pays (Ollivaud et al., 2016). Pour la zone OCDE considérée dans son ensemble, la croissance de la production tendancielle par habitant est estimée à 0.9 % en 2016-18, soit un niveau inchangé par rapport au taux de croissance moyen observé depuis 2009, mais inférieur de 1 ¼ point de pourcentage à son niveau

moyen au cours des années 80 et 90. La croissance de la production potentielle par habitant dans les BRIICS (Brésil, Russie, Inde, Indonésie, Chine et Afrique du Sud) a également été revue à la baisse ces dernières années, de plus de 1 ¼ point de pourcentage en Chine depuis 2011, et de 1 point de pourcentage dans les autres économies considérées.


La révision à la baisse des anticipations de croissance du PIB à long terme dans la quasi-totalité des économies au cours des cinq dernières années, telles qu'elles ressortent du consensus des conjoncturistes, est une indication supplémentaire des retombées que peut avoir à la longue la persistance d'une croissance faible (graphique 1.6)². Cette révision a été particulièrement marquée dans le cas des anticipations de hausse future de l'investissement³. Les ajustements à la baisse de la croissance anticipée du PIB ont été généralement plus importants dans les économies où la croissance effective de la production est restée en deçà des anticipations ces dernières années, comme on pouvait s'y attendre dans une situation où l'économie est piégée par des anticipations auto-réalisatrices de croissance molle (graphique 1.7). En l'absence de mesures destinées à renforcer la demande et les perspectives de croissance à long terme, ce piège a toutes les chances de se resserrer, avec son cortège de conséquences négatives à long terme pour l'emploi, les revenus et l'inclusivité. En revanche, une politique budgétaire efficace, mise

Graphique 1.6. **Les projections de croissance à long terme du PIB ont reculé ces cinq dernières années**



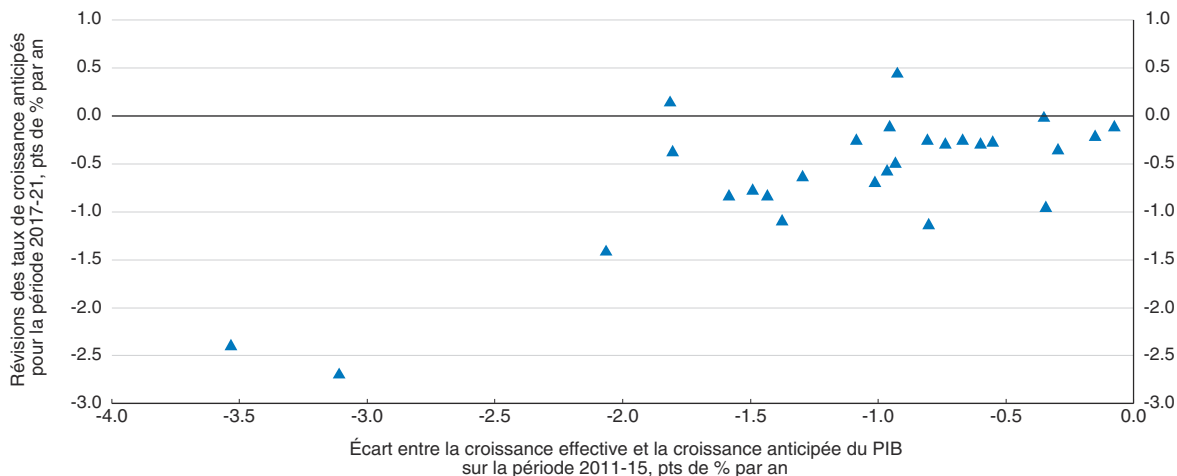
Note : La révision correspond à l'écart entre les projections de croissance annuelle moyenne du PIB sur la période 2012-2021, établies en avril 2011, et les projections de ce même indicateur pour la période 2017-2026 établies en avril 2016. Les projections pour l'OCDE et pour le monde sont établies sur la base de la moyenne pondérée des pays pour lesquels on dispose de données, les coefficients de pondération étant calculés à partir des PPA de 2015.

Source : Consensus Forecasts ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439452>


- Des rendements obligataires à long terme très faibles peuvent indiquer que les marchés financiers tablent sur des taux de croissance nettement plus bas que les anticipations de croissance à long terme du PIB établies à partir des enquêtes de conjoncture.
- Le taux de croissance annuel de l'investissement fixe attendu pour les dix prochaines années a baissé de 1 ½ point de pourcentage entre 2011 et 2016, pour s'établir à 3 % par an, sur la base de la moyenne pondérée des prévisions pour les pays membres de l'OCDE, telles qu'elles ressortent du consensus des conjoncturistes. Au cours de la même période, le taux de croissance annuel de la consommation privée attendu pour les dix prochaines années a reculé quant à lui de 0.3 point et ressort à 2 % par an.

Graphique 1.7. **Les anticipations de croissance ont diminué dans les pays où la croissance était préalablement déjà faible**



Note : Les séries de données représentées sur ce graphique correspondent, d'une part, à la différence entre le consensus des conjoncturistes en avril 2016 et en avril 2011 concernant la croissance annuelle moyenne du PIB sur la période 2017-21 et, d'autre part, à la différence entre la croissance annuelle moyenne du PIB sur la période 2011-15 et le consensus des conjoncturistes d'avril 2011 concernant la croissance annuelle moyenne du PIB sur la même période.

Source : Consensus Forecasts ; Fonds monétaire international (FMI) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439466>

en œuvre en exploitant le contexte actuel de faiblesse des taux d'intérêt et couplée à des politiques structurelles et commerciales appropriées à chaque pays, pourrait infléchir les anticipations, produisant ainsi un effet de rétroaction positif entre les anticipations et les hausse réelle du PIB.

La faiblesse persistante de l'accumulation de capital depuis la crise s'explique amplement par l'atonie de la demande au niveau national et mondial, l'incertitude accrue et les contraintes financières pesant sur un secteur bancaire affaibli dans certaines économies (OCDE, 2015b). Les mesures d'assainissement des finances publiques ont également bridé les investissements dans la construction d'infrastructures neuves et la rénovation dans de nombreux pays. Le recul des prévisions de croissance a également réduit les incitations à investir pour un coût de capital donné⁴. La situation devrait s'améliorer légèrement dans les deux années à venir, la formation de capital fixe globale des entreprises devant progresser, selon les estimations, d'un peu plus de 2 ½ pour cent par an dans l'OCDE sur la période 2017-2018, contre ¾ pour cent environ par an en 2015-16. Le redressement devrait être plus fort aux États-Unis qu'ailleurs, du fait d'un coût du capital plus faible dû à la réduction supposée du taux de l'impôt sur les bénéfices. Dans la zone OCDE hors États-Unis, l'investissement des entreprises ne devrait progresser que de moins de 1 ½ pour cent par an au cours des deux années à venir.

Le ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs a coïncidé avec un creusement de l'écart entre les entreprises situées à la frontière mondiale et les entreprises retardataires, ce qui donne à penser que le rythme de diffusion des nouvelles innovations s'est ralenti. Les entreprises situées à la frontière de productivité mondiale ont

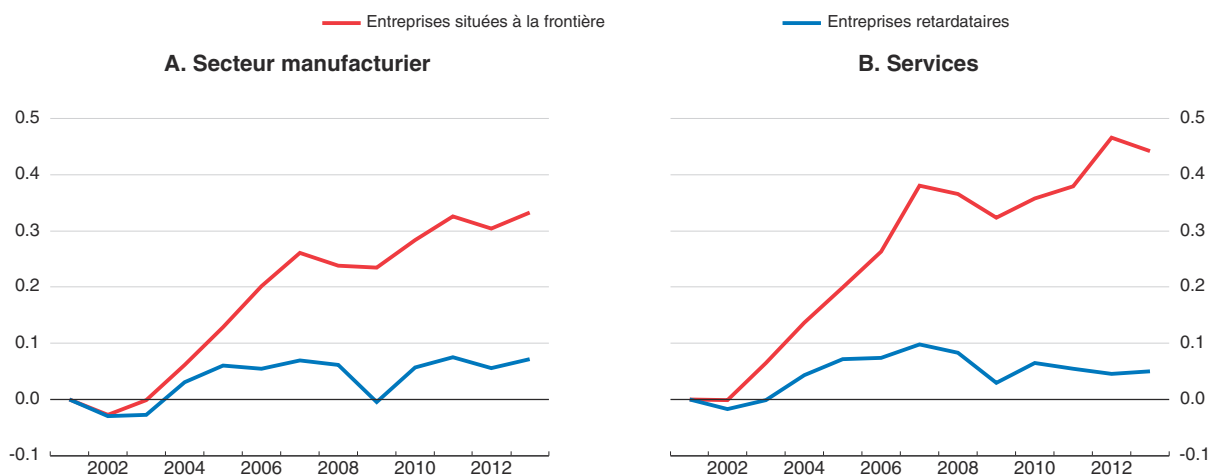
4. Il apparaît également que cette faiblesse de l'investissement s'explique par une certaine inertie dans l'ajustement des taux critiques de rentabilité interne de la formation de capital fixe à un contexte de taux d'intérêt bas (Lane et Rosewall, 2015 ; Poloz, 2016).

continué à innover, même après la crise (Andrews et al., 2016 ; graphique 1.8), même si certains signes indiquent que la croissance de leur productivité commence à marquer le pas. Par contraste, la productivité des entreprises éloignées de la frontière a crû à un rythme très modeste⁵. Plusieurs facteurs comme la faiblesse des investissements en capital, le ralentissement des échanges et la révision à la baisse des ambitions en matière de politique structurelle se sont conjugués pour contribuer à ce résultat en freinant la diffusion des nouvelles technologies incorporées dans les nouveaux équipements.

La mise en place de mesures structurelles visant à dynamiser les marchés de produits et à intensifier les pressions concurrentielles pourrait améliorer les incitations à créer de nouvelles entreprises, à investir pour se développer et à diffuser les nouvelles technologies (Alesina et al., 2005 ; OCDE, 2015b ; Adalet McGowan et al., 2015 ; Andrews et al., 2016). Cependant, il se pourrait aussi que la politique monétaire très accommodante et les pressions exercées sur les modèles économiques des institutions financières (voir ci-après) conduisent les banques à se montrer plus tolérantes, si bien que certaines entreprises en difficulté pourraient rester en activité, empêchant la réaffectation des ressources vers des activités plus productives (Adalet McGowan et al., 2016). Parallèlement, les réformes des


Graphique 1.8. L'écart de productivité du travail entre les entreprises situées à la frontière et les autres entreprises est en train de se creuser

Productivité du travail : valeur ajoutée par personne occupée, 2001-2013



Note : La frontière mondiale est mesurée par la moyenne du logarithme de la productivité du travail des 5 % d'entreprises les plus productives dans chaque secteur à 2 chiffres. Les entreprises retardataires sont mesurées par la moyenne du logarithme de la productivité de toutes les entreprises restantes. Le graphique représente les moyennes non pondérées au niveau des secteurs à 2 chiffres pour le secteur manufacturier et les services, les valeurs étant normalisées à 0 pour l'année de début. La période couverte est 2001-2013. Les axes verticaux représentent les différences logarithmiques à partir de l'année de début : par exemple, la frontière dans le secteur manufacturier est d'environ 0,3 au cours de l'année finale, ce qui représente une augmentation de la productivité d'environ 30 % entre 2001 et 2013. Les services désignent les services non financiers aux entreprises. Les calculs s'appuient sur la mise à jour récente de la base de données OCDE-Orbis sur la productivité (Gal, 2013).

Source : Andrews et al. (2016), « The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective » *Brookings Institution Hutchins Center Working Paper*, n° 24.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439471>

5. D'après les estimations, entre 2001 et 2013, la productivité moyenne du travail à la frontière de productivité mondiale a augmenté à un rythme annuel moyen de 2,8 % dans le secteur manufacturier et de 3,6 % dans le secteur des services marchands (Andrews et al., 2016). Le taux de croissance correspondant dans toutes les entreprises restantes a été de l'ordre de 0,5 % dans les deux secteurs.

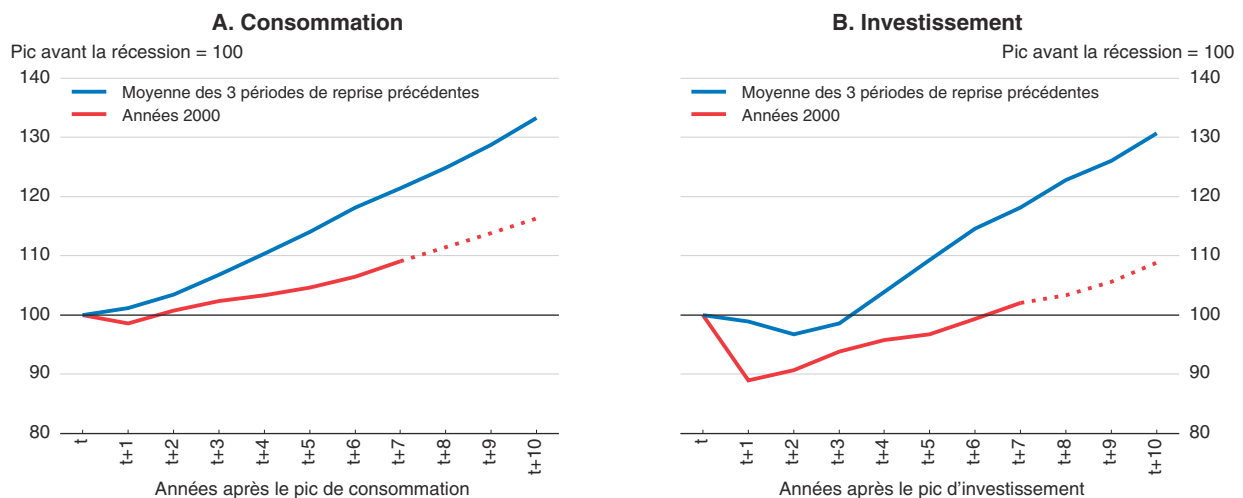
marchés de produits ont été limitées dans de nombreux secteurs, en particulier dans le commerce de détail et les services professionnels.

De nouvelles réformes de fond des marchés de produits pourraient donner une impulsion notable à l'investissement, même à court terme. Selon les données au niveau des entreprises recueillies par Gal et Hijzen (Gal et Hijzen, 2016), des réformes de grande ampleur visant à abaisser les obstacles réglementaires sur les marchés de produits pourraient faire croître l'investissement d'environ 4 % au bout de deux ans, les retombées positives se concentrant principalement dans les industries de réseau, le commerce de détail et les entreprises qui n'ont pas un ratio d'endettement élevé.⁶ Des mesures visant à améliorer l'adéquation entre compétences et emplois et à assurer la pleine utilisation des compétences pourraient également stimuler la productivité en permettant l'utilisation efficace des innovations et technologies nouvelles (OCDE, 2016a).

Le piège de la croissance molle limite la progression de la consommation

Non seulement la reprise a été lente après la crise, mais sa qualité a été décevante. La croissance dans les économies avancées n'a pas été équilibrée, que ce soit sur le plan des trajectoires suivies par les économies ou celui de la composition des dépenses. Les dépenses de consommation comme l'investissement fixe sont restés continuellement inférieurs aux niveaux relevés au cours des précédents épisodes de reprise après une récession, mais en comparaison des reprises précédentes, l'investissement n'a même pas réussi à suivre le rythme de modeste croissance de la consommation (graphique 1.9). À

Graphique 1.9. La reprise après la crise a été atone et déséquilibrée dans les économies avancées



Note : Données agrégées pour les économies de l'OCDE. La consommation correspond aux dépenses de consommation totales et l'investissement à la formation brute de capital fixe totale. La moyenne des trois dernières reprises correspond à la moyenne non pondérée des évolutions intervenues après 1973T4, 1980T1, 1990T3. Les séries ont été mises à l'échelle de manière à avoir la valeur 100 pour ces trois trimestres et pour 2008T1. Toutes les données sont exprimées en prix constants.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439484>

6. Une réforme de grande ampleur favorable à la concurrence se définit par un changement réglementaire correspondant aux 5 % de changements annuels les plus importants intervenus dans différents secteurs au cours de la période 1998-2013.

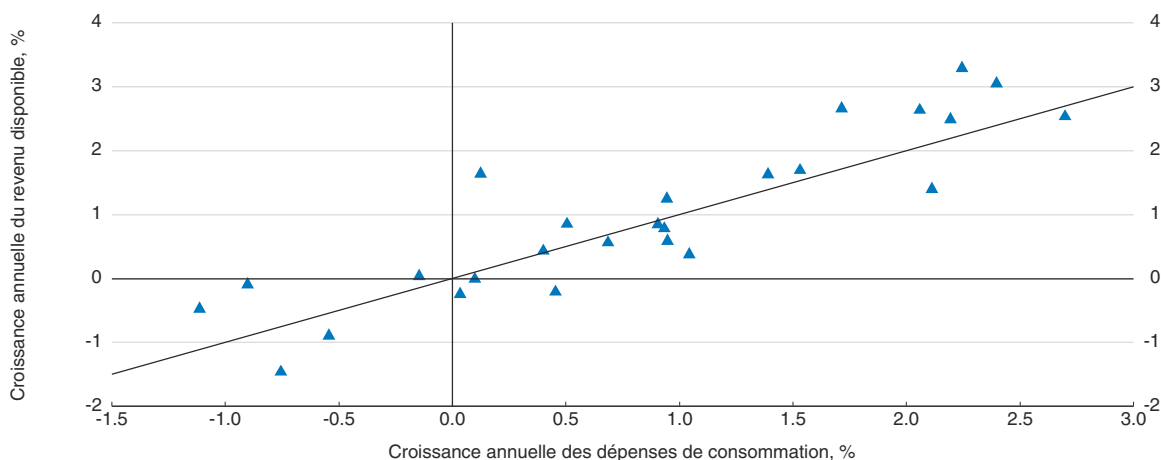
court terme, la légère augmentation de la demande des ménages peut être satisfaite à partir des capacités disponibles, mais cette situation ne pourra pas perdurer indéfiniment sans engendrer des déséquilibres, des inégalités et des points de vulnérabilité. Il est nécessaire d'adopter des mesures plus résolues de soutien de la demande finale pour atténuer ces risques.

Au cours des deux décennies qui ont précédé la crise, les dépenses de consommation dans la zone OCDE ont crû à un rythme annuel moyen légèrement inférieur à 3 %, tandis que le taux d'épargne des ménages a diminué de plus de 5 ½ points de pourcentage entre 1987 et 2007. La crise financière et la lente reprise qui a suivi ont vu ces tendances s'inverser : entre 2008 et 2015, les dépenses de consommation ont augmenté d'un peu plus de 1 % par an en moyenne tandis que le taux d'épargne des ménages progressait d'environ 1 ½ point de pourcentage⁷. Les projections pour les deux années à venir ne tablent que sur des changements mineurs : les dépenses de consommation dans la zone OCDE devraient augmenter d'un peu plus de 2 % par an en 2017-18, et les taux d'épargne des ménages devraient rester globalement inchangés dans la majorité des économies.

Les différences d'évolution de la consommation observées entre les pays depuis la crise sont étroitement associées aux disparités de la croissance du revenu réel (graphique 1.10). La croissance de la consommation a dépassé celle du revenu dans un certain nombre de pays, y compris la zone euro dans son ensemble, mais ce phénomène s'est produit essentiellement dans des économies caractérisées par une progression


Graphique 1.10. **Les différences de croissance de la consommation reflètent dans une large mesure les écarts de croissance du revenu**

Croissance annuelle moyenne, 2008-2015



Note : Sur la base de la croissance annuelle moyenne des dépenses de consommation et du revenu disponible réel des ménages entre 2008 et 2015. Le revenu disponible s'entend en termes bruts pour la zone euro, la France, le Portugal et le Royaume-Uni, et en termes nets pour les autres pays.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439495>

7. Dans l'économie de l'OCDE médiane, les taux de croissance annuels des dépenses de consommation et du revenu disponible réel se sont élevés à 3.5 % et 2.9 % respectivement entre 1997 et 2007. Entre 2007 et 2015, ils sont tombés à 0.8 % et 0.9 % respectivement.

particulièrement faible du revenu, où le taux d'épargne a été ajusté à la baisse pour limiter le déclin des dépenses de consommation.

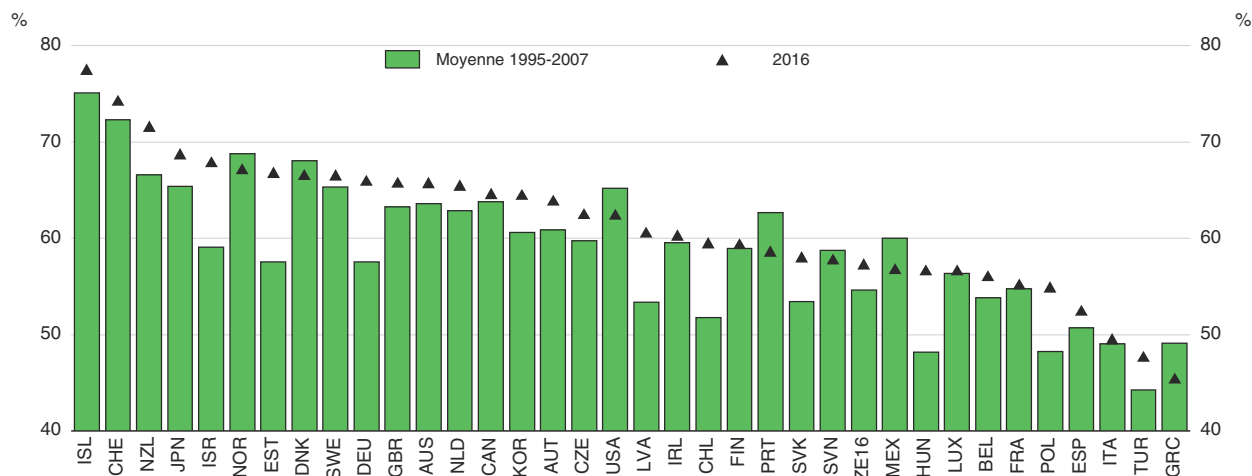
Les principaux éléments propres à sous-tendre une hausse durable de la consommation sont la dynamique de l'emploi et celle des salaires, qui dépendent toutes deux de l'évolution de l'investissement privé. Actuellement, la situation est très contrastée selon les pays en ce qui concerne les conditions d'emploi (graphique 1.11). Dans certains d'entre eux (dont les États-Unis, l'Allemagne et le Japon), les perspectives d'affermissement de la hausse de l'emploi et de la consommation sont limitées par des politiques publiques qui érodent le taux d'activité de segments essentiels de la main-d'œuvre potentielle. Dans d'autres, notamment plusieurs pays de la zone euro les plus durement touchés par la crise et par les mesures d'assainissement budgétaire, le sous-emploi de la main-d'œuvre reste considérable. Ces différences se reflètent dans l'évolution de la rémunération réelle par employé, qui devrait progresser pour atteindre environ 1 ¼ et 1 ½ pour cent par an respectivement aux États-Unis et en Allemagne sur la période 2017-18, mais rester décevante, sur fond de ralentissement des gains de productivité, pour s'établir aux alentours de ¾ pour cent par an au Japon et de ½ pour cent par an dans la zone euro hors Allemagne.

L'atonie persistante de la croissance du revenu des ménages dans les économies avancées depuis la crise s'explique en grande partie par la faible croissance des revenus du travail. Les salaires réels ont à peine augmenté du fait d'une productivité en berne (graphique 1.12). À mesure que le marché du travail se resserrera, la croissance des revenus ralentira en l'absence de redressement de la productivité et des salaires réels ou de réformes visant à raffermir le taux d'activité et l'emploi, ou encore de mesures budgétaires destinées à soutenir les revenus des ménages.

L'effet négatif général de la faible croissance du revenu sur les dépenses a été encore aggravé par l'accroissement continu des inégalités de revenu observé depuis l'éclatement de la crise financière dans les pays où la croissance du revenu s'est plutôt concentrée sur les ménages à revenu élevé, dont la propension marginale à consommer est généralement

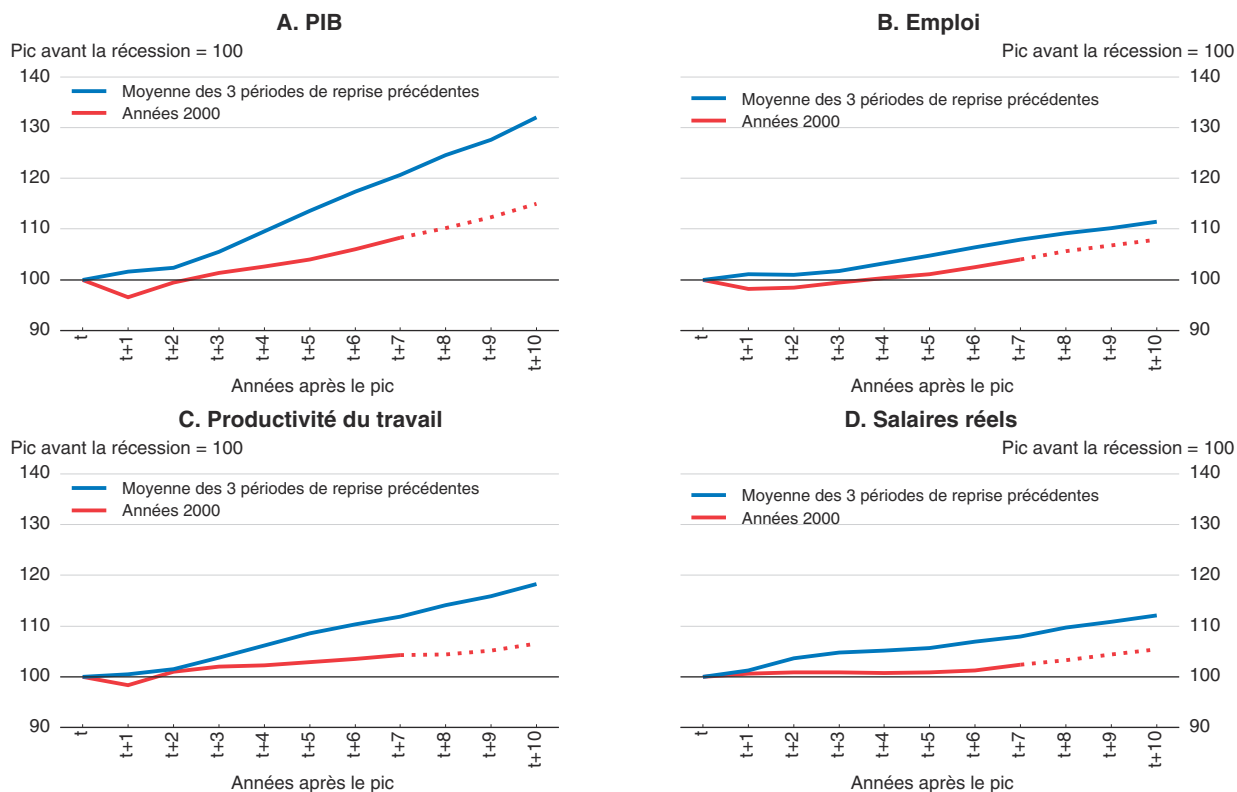
Graphique 1.11. **Les taux d'emploi varient fortement d'une économie de l'OCDE à l'autre**

Rapport de l'emploi total à la population âgée de 15 à 74 ans



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439505>

Graphique 1.12. **La faible croissance des salaires et l'atonie de l'emploi pèsent sur les revenus des ménages**

Note : Données agrégées pour les économies de l'OCDE. Toutes les séries ont été mises à l'échelle de manière à avoir la valeur 100 au moment du pic avant la récession. La moyenne des trois reprises précédentes est la moyenne non pondérée des évolutions intervenues après 1973T4, 1980T1 et 1990T3. La productivité du travail est mesurée par la production par personne occupée et les salaires réels par la rémunération par salarié, corrigée du déflateur des dépenses de consommation.

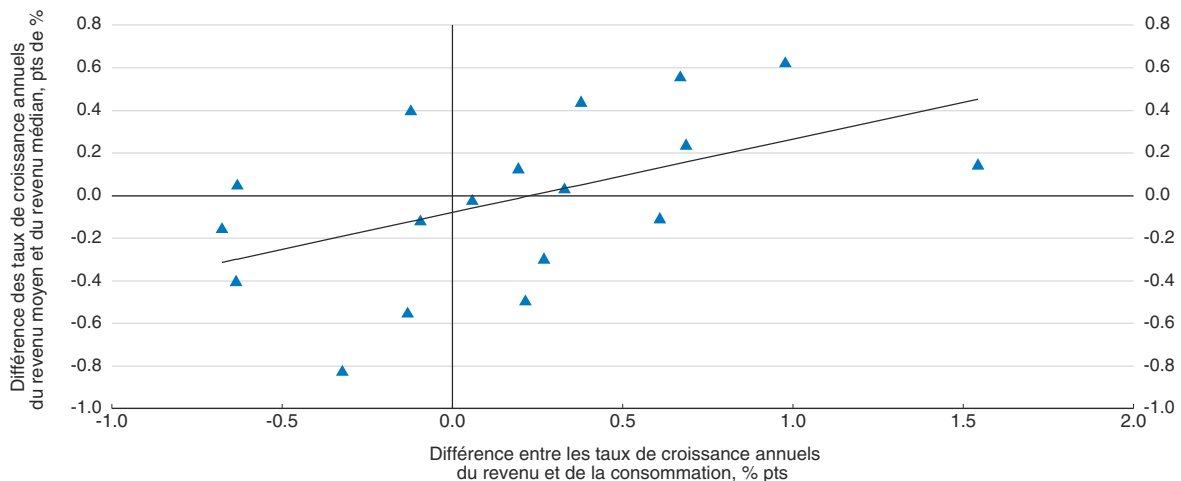
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439516>

moins (Carroll et al., 2014 ; Alichì et al., 2016). La croissance du revenu réel moyen a dépassé la croissance du revenu réel médian dans ces pays, y compris dans certaines économies de la zone euro durement frappées par la crise, où la dégradation des revenus réels a concerné de nombreuses catégories de ménages. Il existe une corrélation positive, dans les pays, entre la différence des taux de croissance du revenu moyen et du revenu réel depuis le milieu des années 2000 et la différence entre la croissance annuelle du revenu et la croissance annuelle de la consommation, même si cette relation n'est pas particulièrement étroite (graphique 1.13). Ce lien nous indique néanmoins que les inégalités de revenu ont pu contribuer à ce que le taux d'épargne reste constamment plus élevé et la croissance de la consommation apathique après la crise dans certains pays.


Après une forte hausse initiale consécutive à l'éclatement de la crise financière, les taux d'épargne n'ont évolué que lentement dans de nombreux pays malgré la forte augmentation des prix des actifs, portés par les effets d'une politique monétaire très accommodante et l'amélioration générale du bilan financier des ménages. À la fin de 2015, dans la plupart des économies avancées, le bilan financier des ménages par rapport au revenu disponible était plus important (en termes nets) qu'avant la crise, même si leur niveau d'endettement n'avait diminué que dans quelques pays (tout particulièrement aux

Graphique 1.13. **L'épargne des ménages a augmenté dans les pays où les inégalités de revenu sont plus marquées depuis l'éclatement de la crise**



Note : Les données se rapportant au revenu disponible et à la consommation des ménages au niveau global sont les taux de croissance annuels moyens sur la période 2008-2015. Les variations annuelles moyennes du revenu disponible réel moyen et médian sont calculées sur différentes périodes selon les pays, en fonction de la disponibilité des données : 2006-2011 pour la Corée, 2006-2012 pour le Japon ; 2008-2013 pour l'Allemagne, la France, l'Italie et la Suède ; 2008-2014 pour l'Australie, les États-Unis et les Pays-Bas ; 2009-2013 pour la Suisse ; et 2007-2013 pour tous les autres pays. Le revenu disponible moyen et le revenu disponible médian des ménages ont été déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Source : Base de données de l'OCDE sur la distribution des revenus ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

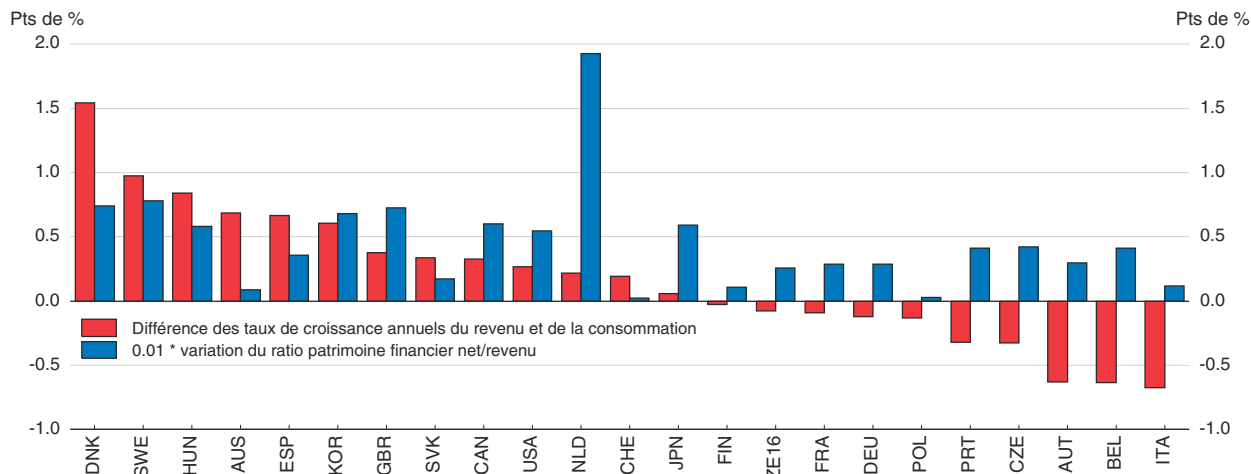
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439523>

États-Unis). Néanmoins, l'épargne des ménages était en moyenne plus élevée dans les pays ayant connu une amélioration plus marquée des bilans financiers (graphique 1.14)⁸. Ce résultat pourrait s'expliquer par le niveau élevé ou croissant des inégalités de patrimoine financier (O'Farrell et al., 2016), dans la mesure où les pays où le bilan financier des ménages s'est le plus amélioré sont ceux (en moyenne) où la part des richesses détenue par les personnes les plus riches est la plus élevée (graphique 1.15).

Par ailleurs, la relation entre la croissance des prix des logements et la propension à consommer est plus ténue qu'avant la crise. Dans la plupart des économies avancées, la décennie qui a précédé la crise financière a été caractérisée par une relation positive étroite entre la croissance des prix des logements et la mesure dans laquelle la croissance de la consommation dépassait la croissance des revenus (graphique 1.16). Cette relation est devenue beaucoup plus hétérogène depuis la crise, et il est difficile de déceler un lien cohérent entre l'évolution des prix des logements d'une part et les dépenses et l'épargne de l'autre. Ainsi, des pays tels que l'Australie, le Canada, la Suède et la Suisse, qui ont connu une hausse relativement importante des prix des logements au cours des dernières années, sont aussi des pays où la croissance du revenu a été supérieure à la croissance de la consommation (en moyenne) ces huit dernières années. La modification de l'influence des prix des logements pourrait être due aux changements apportés ces dernières années aux réglementations financières et aux normes de crédit, qui ont réduit la capacité des ménages à utiliser l'enchérissement de leur logement comme garantie pour souscrire de

8. Il n'existe pas de relation nette sur l'ensemble des pays entre l'épargne des ménages et le changement du ratio engagements financiers/revenu des ménages au cours de la période 2007-2015.

Graphique 1.14. L'épargne des ménages a augmenté dans un grand nombre de pays ayant connu une forte amélioration du bilan financier des ménages

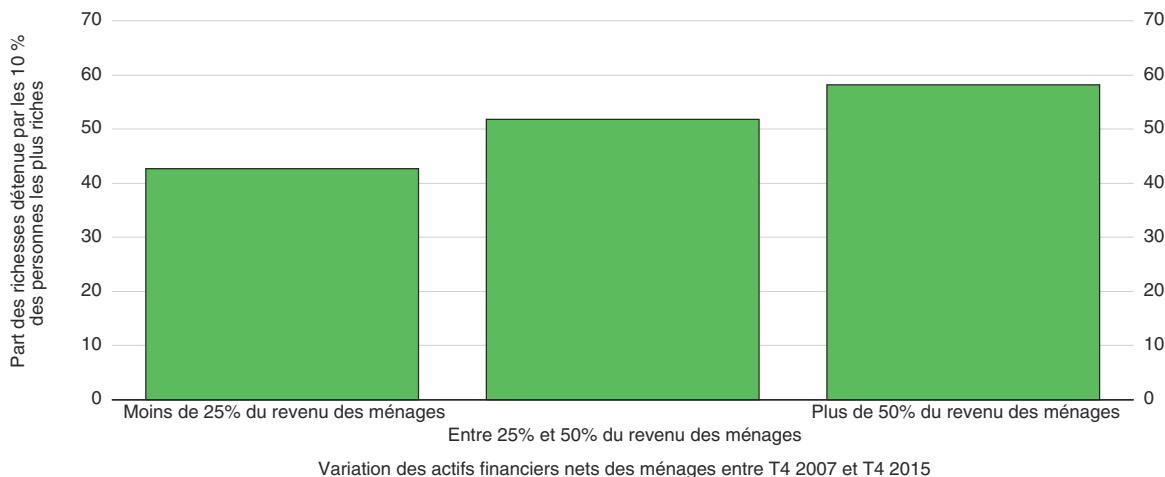


Note : Les données se rapportant au revenu disponible et à la consommation des ménages sont les taux de croissance annuels moyens sur la période 2008-2015. Le changement du ratio richesse/revenu est la différence entre le ratio actifs financiers nets des ménages/revenu disponible des ménages à la fin de 2015 et le même ratio à la fin de 2007, le revenu étant donné par la moyenne des revenus disponibles des ménages au quatrième trimestre de l'année considérée et au premier trimestre de l'année suivante.

Source : Comptes financiers de l'OCDE ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933439539>

Graphique 1.15. L'amélioration la plus marquée du bilan financier des ménages est observée dans les pays où la distribution des richesses est relativement concentrée



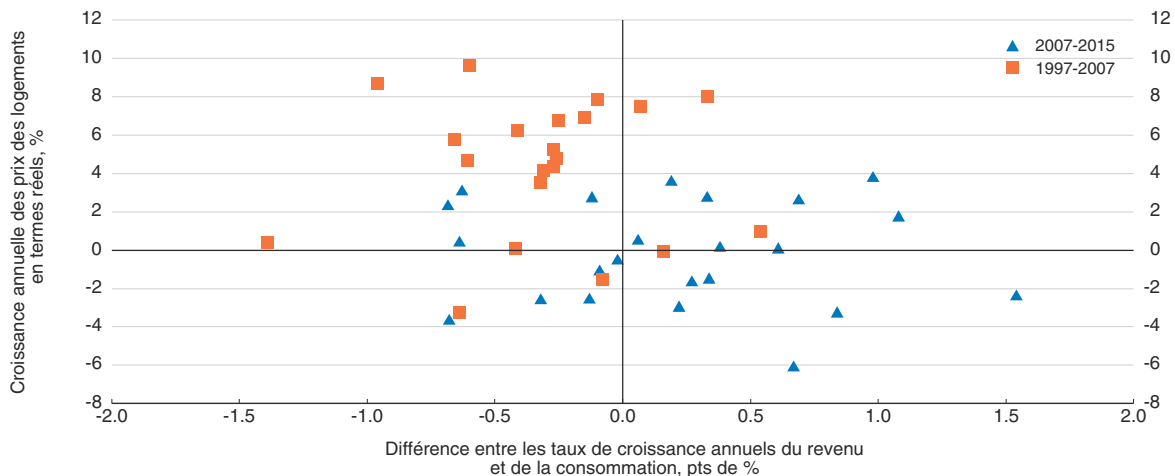
Note : La variation des avoirs financiers nets des ménages est la différence entre le ratio des avoirs financiers nets des ménages au revenu disponible des ménages à la fin de l'année 2015 et celui des ménages à la fin de 2007, les revenus de la moyenne des ménages disponibles au quatrième trimestre L'année respective et le premier trimestre de l'année suivante. Données pour 17 pays de l'OCDE. Les données sur la part de richesse sont pour 2010 ou 2012.

Source : Base de données de l'OCDE sur la distribution des richesses ; comptes financiers de l'OCDE ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933439543>


nouveaux emprunts destinés à financer leurs dépenses courantes. Il est en outre possible que la baisse des quotités de financement, due en partie au renforcement de la surveillance prudentielle, ait accru, pour les ménages, le besoin d'épargner en vue d'acquérir un logement. Pour résumer, par rapport à la période qui a précédé la crise, il y a

Graphique 1.16. La relation entre les prix des logements et l'épargne des ménages est devenue plus ténue au cours des dernières années



Note : Croissance annuelle moyenne des prix réels des logements, des dépenses de consommation et du revenu disponible des ménages au cours des sous-périodes indiquées.

Source : Base de données analytiques des prix des logements de l'OCDE ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439557>

relativement peu de signes d'accumulation de facteurs de vulnérabilité qui résulteraient d'une croissance vigoureuse des dépenses des ménages induite par un endettement plus massif et un gonflement des prix des actifs.

Cela étant, cela tendrait à montrer que la politique monétaire très accommodante n'est pas intégralement répercutée sur la consommation privée à travers les circuits de la richesse et du crédit. Les réformes requises pour consolider les bilans bancaires et améliorer la surveillance et la réglementation financières concourent également à affaiblir le canal des bilans en tant que mécanisme de transmission de la politique monétaire, en limitant la possibilité qu'ont les ménages d'utiliser la valeur croissante de leurs actifs comme garantie pour souscrire de nouveaux emprunts⁹. En outre, comme cela sera indiqué plus loin, les pressions que fait peser sur les modèles économiques de nombreux fonds de retraite et compagnies d'assurance vie la persistance de taux d'intérêt très bas pourraient encourager les ménages à épargner dans l'anticipation de rendements futurs réduits. Ces préoccupations sont encore exacerbées, dans le contexte actuel, par les changements démographiques que connaissent de nombreuses économies, qui se traduisent par une augmentation continue des taux de dépendance économique des personnes âgées¹⁰.

9. De fortes inégalités de richesse peuvent également réduire l'effet de relance de la politique monétaire sur la consommation privée, même si, au vu des estimations, cet effet a été restreint ces dernières années une fois pris en compte le soutien aux prix des logements et à l'emploi (Bernanke, 2015 ; O'Farrell et al., 2016).

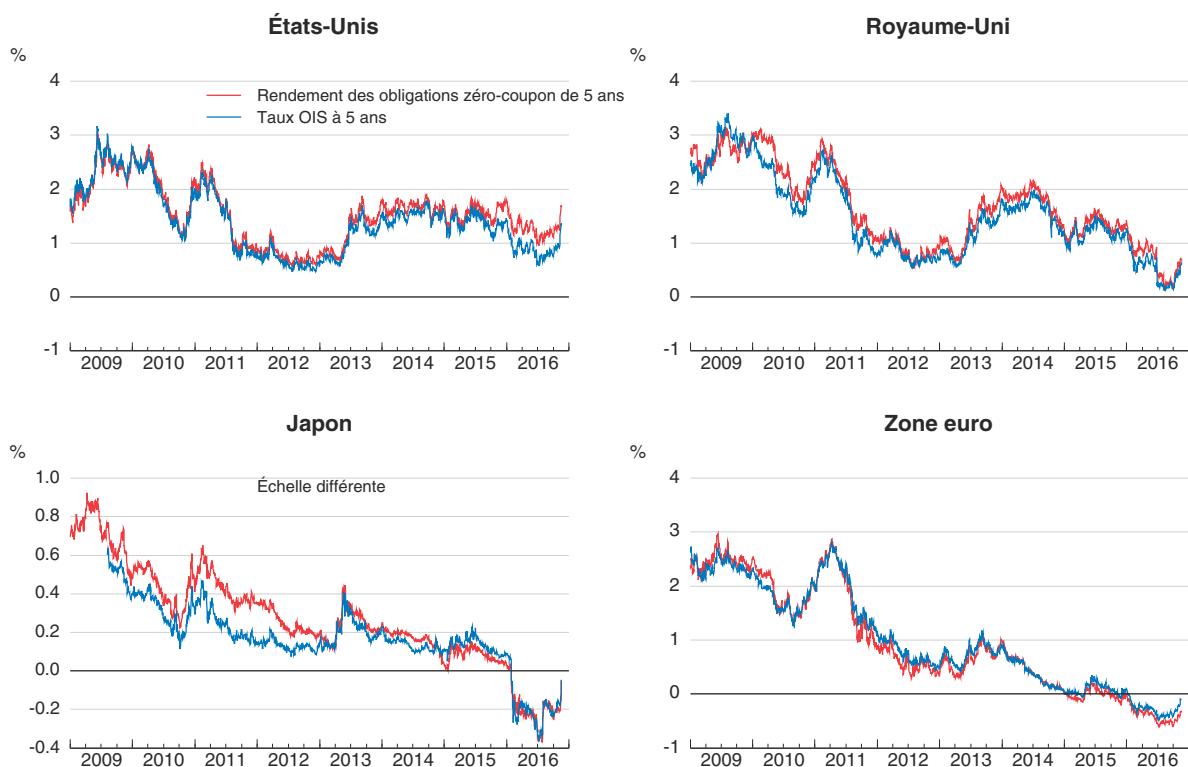
10. Les modèles de consommation fondés sur le cycle de vie font apparaître que les individus épargnent moins pendant leur retraite. Des données empiriques antérieures à la crise laissent penser que ce facteur exerçait déjà une forte influence sur l'épargne des ménages aux États-Unis et au Japon (Hüfner et Koske, 2010).

Distorsions et risques sur les marchés de capitaux


La faiblesse persistante des taux d'intérêt amplifie les distorsions et les risques sur les marchés de capitaux

Les rendements des obligations souveraines se sont redressés par rapport à leur plus bas historique atteint l'été dernier, le relèvement ayant été particulièrement marqué dans le sillage des élections aux États-Unis. Ils restent cependant faibles en regard des normes historiques, particulièrement dans la zone euro et au Japon. Le recul des rendements obligataires observé ces dernières années reflétait la persistance d'une croissance molle après la crise financière, conjuguée à l'excès d'épargne des entreprises et des ménages. Le rendement des obligations souveraines s'est également orienté à la baisse sous l'effet de l'augmentation de la demande d'actifs sûrs, à un moment où l'offre privée d'actifs de cette nature a diminué en raison de la sortie de certaines classes d'actifs privés de la catégorie « investissement » après la crise (Caballero et Farhi, 2013). Avant les élections américaines, la croissance décevante du PIB a alimenté les anticipations d'une poursuite et d'un renforcement des interventions monétaires sur les marchés dans les principales économies avancées. De fait, la baisse, au cours des cinq prochaines années, des taux d'intérêt du marché au jour le jour attendus (utilisés comme variables indicatives des taux directeurs) est bien en phase avec le déclin du rendement des obligations souveraines à 5 ans en Europe, au Japon et aux États-Unis (graphique 1.17). Même après le redémarrage

Graphique 1.17. Les rendements des obligations souveraines ont baissé, en parallèle avec les taux d'intérêt au jour le jour attendus



Source : Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

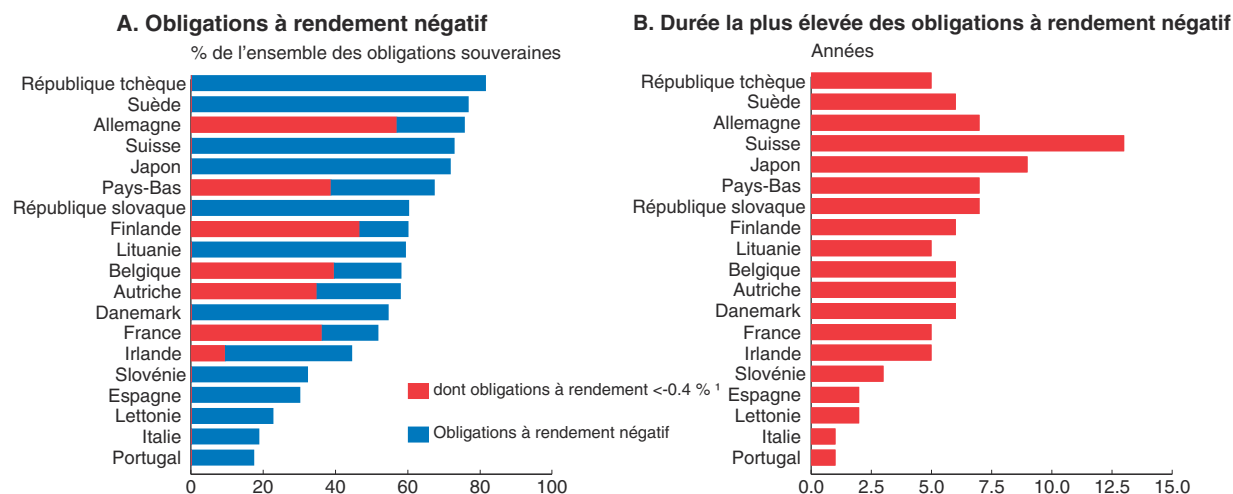
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439563>

des rendements obligataires observé à la mi-novembre après les élections américaines, les valorisations des obligations restent à des niveaux particulièrement extrêmes au Japon et en Europe, où l'on estime ainsi que la part des obligations souveraines qui se négocient avec un rendement négatif est supérieure à 50 % dans plusieurs pays (graphique 1.18). En conséquence, on estime que l'équivalent de quelque 12 000 milliards USD d'obligations d'État, représentant environ 31 % de la dette publique des pays de l'OCDE, ont actuellement un rendement négatif.

La médiocrité des rendements des obligations d'État a dopé les prix des actifs plus risqués tels que les obligations d'entreprise, les actions et les biens immobiliers :

- Dans plusieurs économies avancées, les rendements des obligations d'entreprise ont baissé encore davantage que les rendements des obligations d'État, les primes de risque se contractant notablement pour les obligations d'entreprise de qualité inférieure à la catégorie « investissement » dans la zone euro et aux États-Unis (graphique 1.19). Cette tendance a contribué à porter les émissions d'obligations d'entreprise à des niveaux record. Bien que les écarts de rendement des obligations d'entreprise soient restés supérieurs aux niveaux bas observés en 2013-14, l'augmentation des émissions d'obligations moins bien notées (OCDE, 2016b) et assorties de clauses documentaires allégées témoigne d'une prise de risque accrue¹¹.
- Aux États-Unis, après les élections, les cours des actions ont retrouvé leur niveau record. Dans la zone euro et au Japon en revanche, ils ont peu évolué depuis le début de l'année et restent inférieurs aux pics atteints en 2015 (graphique 1.20). Les cours actuels

Graphique 1.18. **Les obligations souveraines à rendement négatif sont prépondérantes en Europe et au Japon**



Note : Estimations fondées sur les rendements d'obligations souveraines de référence au 16 novembre 2016.

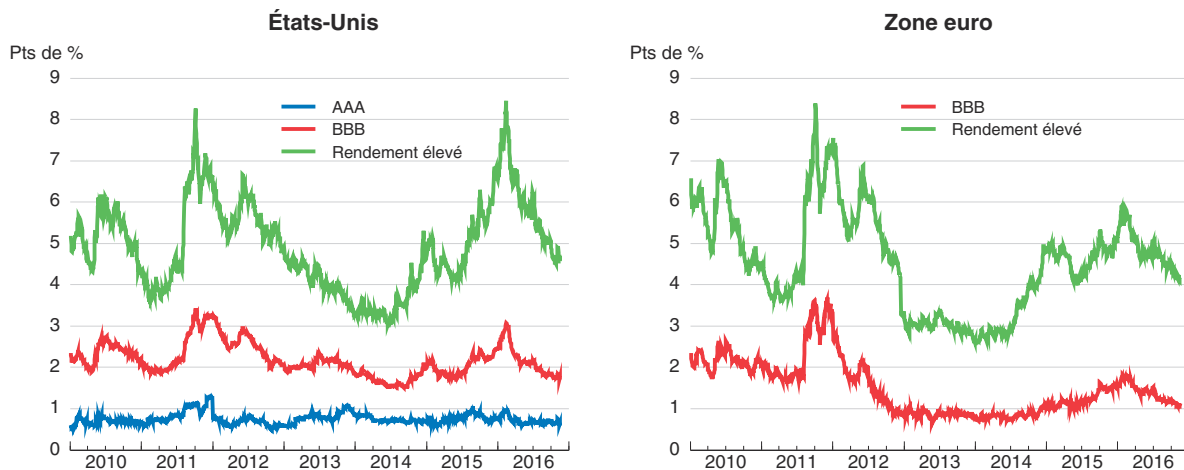
1. Seulement pour les pays de la zone euro.

Source : Thomson Reuters ; Bloomberg ; calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439579>

11. Selon Moody's, le pourcentage de nouvelles obligations assorties de clauses allégées à l'échelle mondiale est passé de 46 % en 2013 à 75 % cette année. D'après S&P Capital IQ, parmi les obligations vendues à des investisseurs institutionnels en Europe, la part de cette catégorie est passé de 0 % en 2011 à environ 50 % l'an dernier.

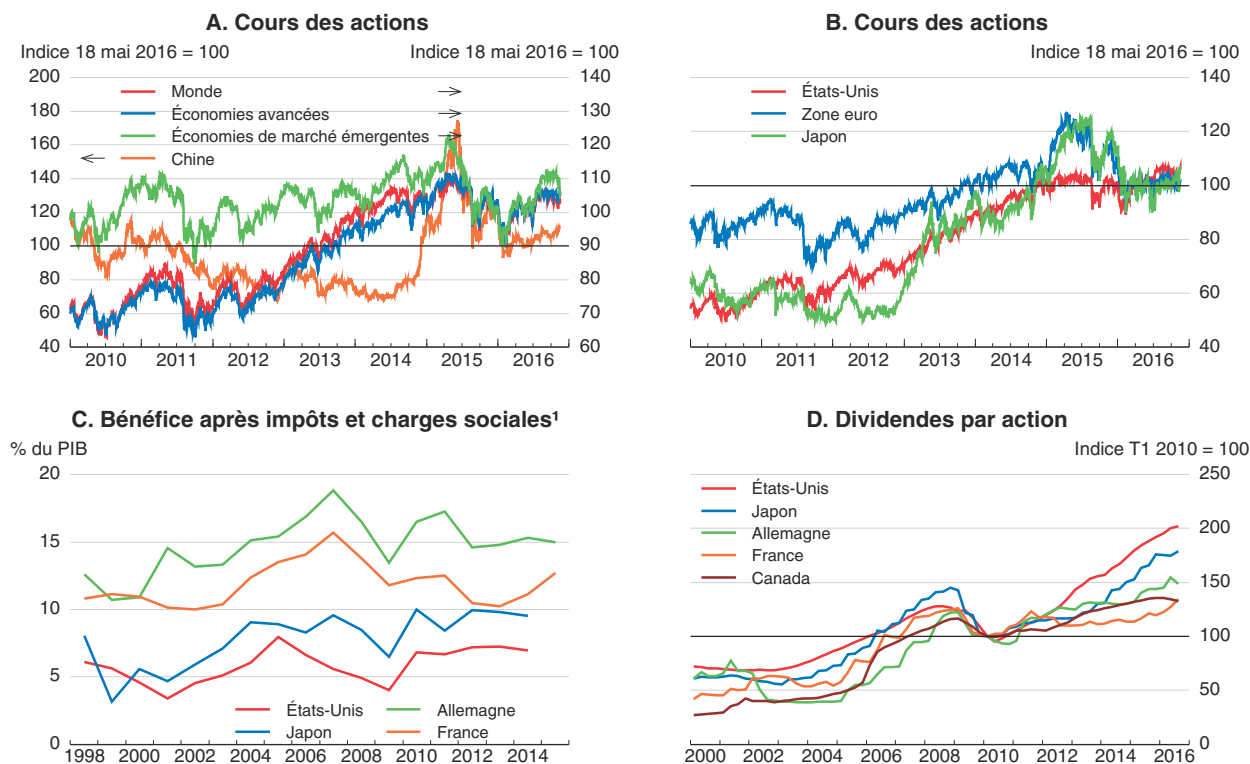
Graphique 1.19. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont diminué
Différences de rendement entre obligations d'entreprise et obligations souveraines



Source : Thomson Reuters.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933439589>

Graphique 1.20. Les cours des actions indiquent une déconnexion entre les perspectives réelles et les rendements financiers



1. Les bénéfices des sociétés non financières sont calculés selon la formule suivante : excédent brut d'exploitation + revenus immobiliers nets + dividendes et prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés + bénéfices réinvestis tirés de l'investissement direct étranger + transferts en capital nets - consommation de capital fixe + variations des stocks. Les impôts et charges sociales comprennent les impôts courants sur le revenu et la richesse et les cotisations et prestations sociales nettes.

Source : Bloomberg ; Thomson Reuters ; comptes nationaux de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933439593>

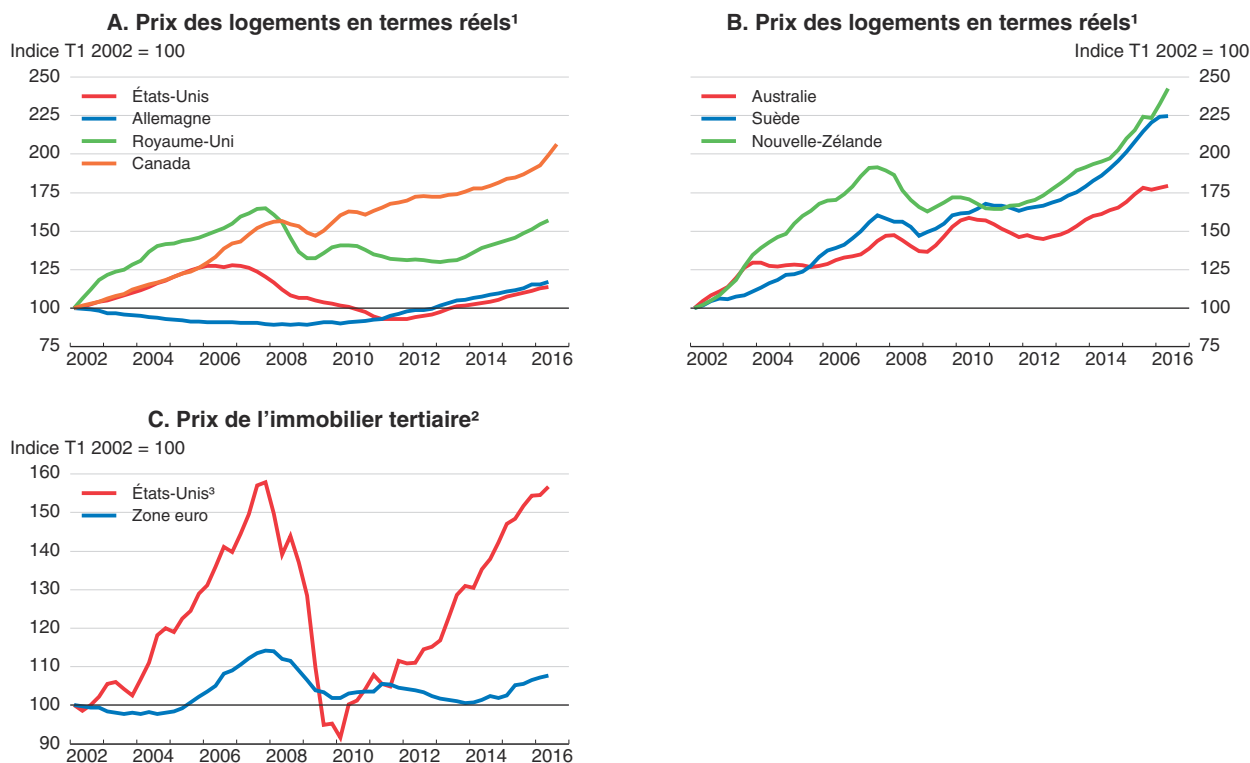
semblent résulter de plusieurs paramètres anormaux¹². Une période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt a conduit à un rééquilibrage des portefeuilles en faveur des actions et accru la valeur actualisée des bénéfices futurs attendus. En incitant les entreprises à emprunter, elle a également favorisé les rachats d'actions à grande échelle (OCDE, 2016b), le versement de dividendes élevés par action et par rapport au résultat net (graphique 1.20) et la multiplication des opérations de fusions et acquisitions. Tous ces facteurs ont poussé les cours des actions à la hausse. Ceux-ci ont également bénéficié de la forte augmentation des bénéfices enregistrée au cours des dernières années, qui s'explique par le fait que la croissance très faible de la productivité a été compensée par la croissance modeste des salaires et d'autres mesures de réduction des coûts. Ces hausses de bénéfices ne pourront néanmoins pas se poursuivre indéfiniment si la croissance nominale de la production reste léthargique.

- Ces dernières années, les prix des logements en termes réels ont connu une croissance vigoureuse en Allemagne, en Australie, au Canada, aux États-Unis, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni et en Suède, se rapprochant des rythmes de croissance observés avant la crise dans beaucoup de ces pays (graphique 1.21). La hausse des prix réels des biens immobiliers a propulsé les ratios prix des logements/loyers à des niveaux record dans un tiers des pays de l'OCDE, dont le Canada et plusieurs pays européens. Aux États-Unis, les prix de l'immobilier tertiaire corrigés de l'inflation mesurée par l'indice implicite des prix du PIB ont également augmenté, s'approchant de leur pic d'avant la crise. Jusqu'à présent, l'appréciation des prix des biens immobiliers ne s'est pas accompagnée d'un accroissement rapide de l'endettement des ménages du fait de la croissance modérée de la dette hypothécaire des ménages, qui tranche avec la situation qui prévalait avant la crise. Cependant, dans un certain nombre de pays parmi lesquels l'Australie, le Canada, le Royaume-Uni et la Suède, le ratio entre l'endettement et le revenu des ménages est resté élevé.

La normalisation des prix des actifs est souhaitable, mais pourrait provoquer des turbulences financières. Bien que l'incertitude perçue, mesurée sur la base des indicateurs des marchés de capitaux, soit peu élevée, une réévaluation de la politique monétaire future – et un changement effectif de la politique monétaire¹³, accompagné ou non d'une communication adéquate – devrait faire remonter les rendements obligataires. Ce phénomène s'est déjà produit à la suite des élections américaines et pendant la période de turbulences causées par les perspectives de sortie progressive de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis en 2013. La correction initiale des prix pourrait être amplifiée en cas de ventes en catastrophe. Une telle situation pourrait se produire si les investisseurs ont tablé sur une appréciation continue des prix, portée par la politique de soutien monétaire, et si la liquidité devait s'assécher comme on l'a déjà vu lors d'épisodes récents

12. Si les cours actuels des actions augmentent en raison de taux d'actualisation bas ou d'anticipations de bénéfices futurs élevés, le ratio cours/bénéfices corrigé des variations conjoncturelles, c'est-à-dire le rapport entre la capitalisation boursière réelle et les bénéfices réels moyens des dix dernières années (ratio de Shiller), devrait augmenter. Les ratios de Shiller ont augmenté aux États-Unis et au Royaume-Uni depuis le début de 2016, mais ont décliné au Japon et dans les grands pays de la zone euro. Cependant, dans toutes les régions, ils se sont maintenus sous les moyennes historiques nationales du début des années 80.
13. Même s'ils ont augmenté depuis l'été, les taux d'intérêt directeurs attendus sont anormalement bas, en particulier au Japon et dans la zone euro à plus longue échéance. Ces anticipations semblent aller à l'encontre des projections de consensus actuelles qui tablent sur une croissance nominale faible mais positive du PIB de l'ordre de 2 ½ à 3 ½ pour cent en moyenne au cours des dix prochaines années dans la plupart des principales économies avancées.

Graphique 1.21. La croissance des prix des biens immobiliers a été vigoureuse dans certaines économies avancées




1. Déflatés par l'indice implicite des prix de la consommation privée.

2. Corrigé du déflateur du PIB.

3. Indice du Conseil de la Réserve fédérale. Depuis peu, l'indicateur de référence est le CoStar Commercial Repeat Sale Index.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100 ; Base de données analytiques des prix des logements de l'OCDE ; Banque centrale européenne ; et Réserve fédérale.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439607>

de tensions sur les marchés. La réduction de la liquidité sur les marchés obligataires sous tension reflète tout à la fois un fléchissement de la capacité et de la volonté des opérateurs d'assurer la tenue du marché, l'essor concomitant de la négociation algorithmique (BRI, 2016a) et le gonflement des avoirs des banques centrales détenus sous la forme d'obligations d'État. Le rebond des rendements des obligations aurait pour conséquence de tirer les prix d'autres actifs vers le bas, sous l'effet de l'augmentation des taux d'actualisation et de l'aversion pour le risque, et des variations des taux de change.

La faiblesse des taux d'intérêt et de croissance est problématique pour les institutions financières

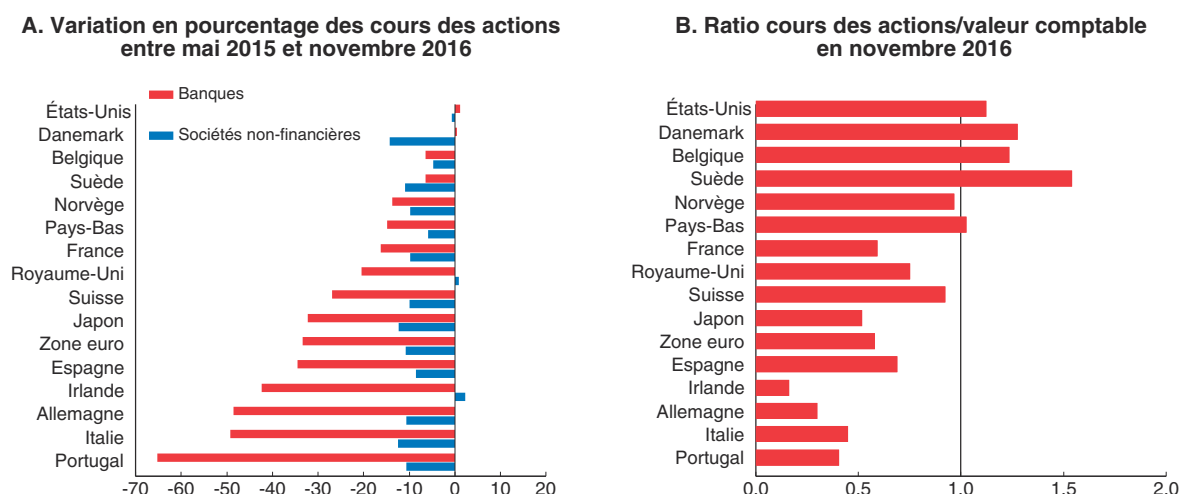
La santé financière des banques, des organismes de retraite et des compagnies d'assurance est primordiale pour la stabilité financière, la transmission de la politique monétaire et, in fine, la croissance économique. Le niveau durablement bas des taux de croissance et d'intérêt a mis à mal le modèle économique des institutions financières. La faiblesse persistante des taux de rentabilité freine la capitalisation bancaire et risque ensuite de réduire les activités d'intermédiation financière ou de renchérir le coût du crédit bancaire. En outre, des volants de fonds propres insuffisants pourraient dissuader les banques de comptabiliser leurs pertes liées aux créances douteuses et litigieuses (CDL). La

solvabilité affaiblie des organismes de retraite et des compagnies d'assurance pourrait avoir des effets fâcheux sur d'autres segments du secteur financier et éroder la confiance générale. Ces institutions sont intimement liées aux banques et aux gestionnaires de portefeuilles et investissent massivement dans les obligations d'entreprises.


La rentabilité des banques est en repli

En dépit de l'embellie récente des performances des banques dans les grandes régions de l'OCDE, des préoccupations subsistent quant à leur rentabilité. Les banques ont relevé le niveau et la qualité de leurs capitaux et de leurs liquidités¹⁴. De surcroît, les résultats des derniers tests de résistance menés dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis, pointent généralement une meilleure capacité à rebondir aux chocs négatifs, les ratios de fonds propres propres initiaux étant plus élevés et les banques dont les fonds propres sont inférieur au niveau minimum requis étant moins nombreuses que lors des tests antérieurs (Autorité bancaire européenne, 2016 ; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016 ; Banque du Japon, 2016). Les cours des actions des banques américaines ont augmenté depuis le début de l'année, particulièrement après les élections aux États-Unis, si bien que le rapport cours/valeur comptable s'établit à un niveau bien supérieur à un. En revanche, et malgré leur hausse récente, les cours des actions des banques au Japon et dans la zone euro restent en deçà de leurs niveaux de la mi-2015 dans des proportions comprises entre 30 et 60 %, affichant des performances inférieures à celles des sociétés non financières (graphique 1.22). En conséquence, le ratio des cours des actions bancaires sur la valeur comptable des banques est toujours à un niveau proche de ceux observés pour la

Graphique 1.22. **Les investisseurs sont pessimistes quant à l'état de santé du secteur bancaire dans de nombreuses économies avancées**



Note : Les données de novembre sont obtenues comme moyenne des données journalières allant jusqu'au 16 novembre 2016.
Source : Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439610>

14. Les ratios de fonds propres de base (actions ordinaires) des grandes banques de la zone euro et des banques japonaises actives à l'international ont quasiment doublé entre 2008 et 2015, atteignant près de 13 %, même en appliquant à la mesure des actifs à risque le critère le plus draconien prévu au titre de Bâle III. Aux États-Unis, l'augmentation a été plus modeste, mais le ratio s'établit à un niveau comparable.

dernière fois lors des turbulences financières de 2009 et 2012. Ce recul signifie que les marchés financiers estiment que la qualité des actifs est nettement moins bonne que ce qui est inscrit au bilan des banques.

La faible valorisation boursière des banques dans la zone euro et au Japon cette année est à mettre en relation avec les inquiétudes relatives à leur rentabilité dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt et de mollesse de la croissance. Les rendements des actifs ont été inférieurs, ces dernières années, aux niveaux d'avant la crise dans les principales régions de l'OCDE, ces rendements étant nettement plus faibles encore dans la zone euro et au Japon qu'aux États-Unis (FMI, 2016). Même si selon les estimations, la rentabilité moyenne des fonds propres s'est redressée depuis le début de l'année dans la zone euro, elle est toujours faible et demeure nettement inférieure au coût du capital estimé (Constâncio, 2016). De même, les rendements des fonds propres de nombreuses banques s'établissent en deçà du coût des fonds propres estimé au Japon (FMI, 2016). Plusieurs éléments menacent la rentabilité des banques, leur importance relative variant en fonction des pays¹⁵. Certains pays de la zone euro, notamment l'Italie, comptent encore d'importants volumes de créances douteuses et litigieuses (CDL) (tableau 1.A2.1 de l'annexe 1.A2). Les CDL requièrent des provisions supplémentaires, ce qui réduit le résultat net, et en règle générale, elles ne génèrent pas de revenu (Aiyar et al., 2015). La détérioration du bilan des banques qui s'ensuit peut également entraîner une hausse de leurs coûts d'emprunt et rogner encore un peu plus leur marge bénéficiaire. De plus, un niveau élevé de CDL peut ralentir la réaffectation des ressources et, partant, freiner les gains de productivité (Adelet McGowan et al., 2016), avec des rétroactions négatives possibles sur l'économie et le secteur bancaire.

Les organismes de retraite et les compagnies d'assurance se trouvent face à de nouvelles difficultés de solvabilité

La persistance de taux d'intérêt faibles, voire négatifs, est également problématique pour les organismes de retraite et les institutions financières proposant des polices d'assurance-vie qui promettent des rendements d'avant-crise ou des rendements nominaux fixes (encadré 1.4 ; OCDE, 2015c). Une diminution du taux d'actualisation accroît la valeur actuelle nette des passifs des régimes de retraite à prestations définies¹⁶ et des compagnies d'assurance-vie, et sape leur solvabilité. Plus le montant des engagements à rendements fixes ou à prestations fixes sera élevé, plus il sera difficile de renégocier les contrats et plus forte sera la proportion des investissements à revenu fixe dans les portefeuilles d'investissement, plus l'impact sera fort. C'est sur ceux qui comptaient déjà des engagements non financés avant la crise que les effets de la faiblesse des taux d'intérêt sur les organismes de retraite sont les plus néfastes.

Les compagnies d'assurance-vie ont été exposées aux tensions du marché, avec une baisse des cours de leurs actions dans l'ensemble des indices et une hausse des primes des contrats d'échange sur risque de défaillance. En Europe, le rendement des actifs dans le

15. Parmi ces facteurs, on peut citer l'aplatissement de la courbe des rendements (Borio et al., 2015 ; Claessens et al., 2016, des rendements négatifs sur les titres d'État et réserves détenus par les banques centrales) dans de nombreux pays européens et au Japon (encadré 1.2 dans OCDE, 2016c), l'évolution de la réglementation bancaire (FMI, 2016), et les amendes et pénalités infligées pour infractions commises dans le passé.

16. En Europe, les régimes de retraite classiques à prestations définies totalisent 75 % de l'actif total du secteur des retraites (AEAPP, 2016).

Encadré 1.4. **Faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance économique : impact sur les retraites**

La faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance du PIB soulève un certain nombre de difficultés pour les organismes de versement des pensions de retraite, les pouvoirs publics et les retraités, actuels et futurs. Ces facteurs influent, par des voies diverses, sur l'offre de retraites publiques et privées dans l'OCDE et pourraient déboucher sur des problèmes de stabilité financière, si bien que des mesures s'imposent pour relever ces défis.

L'impact de la faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance est fonction de la conception des régimes de retraite

Les régimes par répartition, dans lesquels les fonds constitués des cotisations d'aujourd'hui sont utilisés pour payer les retraités actuels, sont largement répandus dans les pays de l'OCDE, en particulier s'agissant des retraites des organismes de sécurité sociale ou du secteur public. Une faible croissance du PIB et des salaires se traduit par une faible augmentation des ressources financières mobilisables pour tenir les promesses relatives aux retraites. En pratique, les pensions promises dans les régimes de retraite par répartition sont généralement exprimées sous la forme d'un taux de remplacement, c'est-à-dire le pourcentage de leur salaire que les actifs toucheront lorsqu'ils prendront leur retraite. Cela signifie qu'une faible croissance salariale ne menace pas nécessairement le régime par répartition puisqu'aussi bien les recettes collectées que les prestations versées sont réduites. En revanche, une faible croissance de l'emploi risque d'affaiblir le système en réduisant le nombre d'actifs qui cotisent par rapport aux retraités. Certains régimes prévoient des mécanismes de modulation du taux de remplacement en fonction de ces facteurs.

S'agissant des régimes de retraite par capitalisation, l'impact de la faiblesse des taux d'intérêt et de croissance est plus direct (OCDE, 2015c). Dans les régimes à cotisations définies, des taux d'intérêt durablement bas réduisent les rendements à long terme. Les régimes à cotisations définies n'ayant pas de passifs de montant fixe, les effets se limitent à la réduction du montant des actifs capitalisés et amènent les organismes de versement de rentes à majorer leurs primes. Si la viabilité à long terme des organismes de retraite n'en est pas affectée, cette faiblesse des taux d'intérêt et de croissance réduit le montant des actifs cumulés et des revenus de retraite qu'un même « pot commun » peut acquérir (OCDE, 2016d).

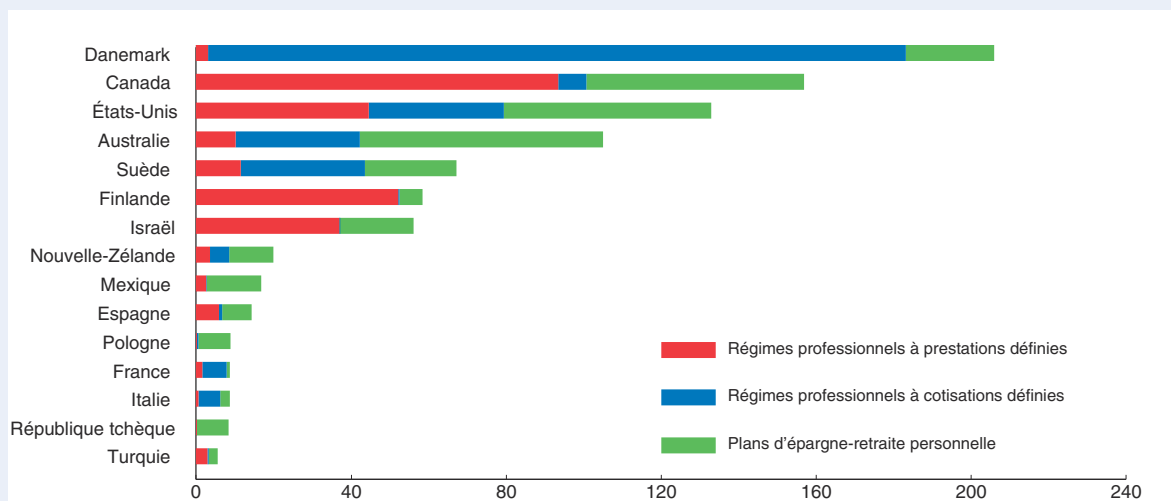
Les régimes à prestations définies promettent aux retraités des revenus de retraite, s'appuyant sur un « pot commun » de fonds. À l'actif, des taux d'intérêt plus bas ont pour effet de rehausser la valeur courante des actifs, mais ces titres arriveront à échéance et il faudra les remplacer par des titres obligataires à rendements plus faibles. Parallèlement, des taux d'intérêt bas ont généralement pour effet d'augmenter la valeur des passifs. À l'instar des régimes par répartition, les régimes de retraite professionnels visent un taux de remplacement donné et dépendent ainsi également de l'évolution salariale. Une autre difficulté tient à ce que la durée jusqu'à l'échéance des passifs des régimes est généralement plus longue que celle des actifs, de sorte que des taux d'intérêt bas augmentent le montant des passifs plus que celui des actifs. Les effets néfastes de taux d'intérêt faibles sont supérieurs lorsque les passifs consistent en des promesses de rendements d'investissements fixes, comme des rentes, par exemple. Si les régimes à prestations définies sont proposés par des sociétés ou par le secteur public, des taux d'intérêt plus bas risquent de les exposer davantage à des risques.

L'ampleur de l'impact de ces différents facteurs sur des individus, des institutions et des pays différents dépend de leur degré de dépendance vis-à-vis des différents régimes de retraite (voir graphique ci-dessous). Elle dépend aussi de la durée pendant laquelle les taux d'intérêt vont demeurer bas et de l'évolution des salaires et de l'emploi. Ces facteurs de tension supplémentaires ne font qu'ajouter aux difficultés de longue date qu'éprouvent de nombreux régimes de retraite eu égard à l'allongement de l'espérance de vie et à son cortège de risques. La faiblesse des revenus réduit la marge de manœuvre pour y remédier.

Encadré 1.4. Faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance économique : impact sur les retraites (suite)

Les régimes de retraites sont très variables d'un pays à l'autre

Actifs détenus par les régimes de retraite privés en pourcentage du PIB, 2015 ou dernière année pour laquelle on dispose de données



Source : Statistiques de pensions de l'OCDE au niveau mondial.

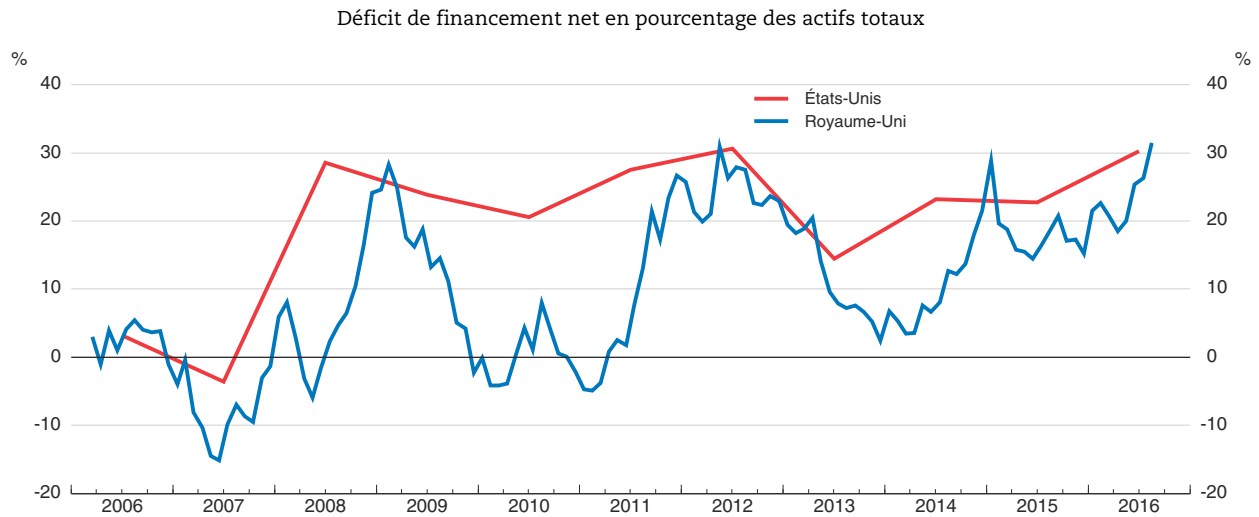
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439391>

À la différence des banques, les organismes de retraite ne sont pas exposés à un risque de retraits massifs de fonds puisque la valeur des actifs capitalisés ne peut pas être rachetée, sauf dans des circonstances exceptionnelles. Compte tenu de leur horizon à longue échéance, ces opérateurs agissent généralement plutôt comme des stabilisateurs du marché (Bikker et al., 2010 ; Bank of England, 2014). Cela étant, des comportements grégaires en réponse aux difficultés que pose la faiblesse des rendements pourraient compromettre le rôle stabilisateur des organismes de retraite. L'un des risques serait que dans leur quête de rendements, ils acquièrent des actifs non liquides qui seraient plus sujets à des chocs négatifs et risqueraient d'être bradés. Les organismes de retraite avaient d'ores et déjà investi dans des placements alternatifs pour un montant de 6 000 milliards USD, soit environ 25 % du total des actifs, à la fin de 2015 (OCDE, 2016d).


secteur des organismes de retraite a reculé considérablement en 2015 (AEAPP, 2016), et une grande entreprise de l'assurance au Japon a perdu 20 % environ de sa valeur intrinsèque en raison de la baisse des taux d'intérêt à long terme. Les déficits de financement des organismes de retraite se sont creusés depuis la crise et s'établissent désormais à environ 30 % de leur actif total au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 1.23), aggravant les difficultés causées par l'augmentation de la longévité¹⁷.

17. Les données sur les déficits cumulés de financement des retraites sont peu nombreuses et la situation est très différente d'un pays à l'autre et entre les divers régimes de retraite d'un même pays. L'ampleur de ces déficits peut être difficile à estimer étant donné les conventions réglementaires et comptables, et en raison aussi de l'utilisation continue d'hypothèses de taux de rendement nettement supérieures aux rendements actuels des marchés et des taux d'actualisation appliqués au calcul des engagements.

Graphique 1.23. Les déficits de financement des régimes de retraite à prestations définies se sont creusés



Source : Fonds monétaire international (FMI, 2016), *Global Financial Stability Report. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era* (Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Défis pour la stabilité financière dans un contexte de croissance faible et de taux d'intérêt bas), Octobre, graphique 1.21.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439623>

Les difficultés actuelles auxquelles sont confrontés les régimes de retraite soulèvent un certain nombre de questions pour les pouvoirs publics. Le dilemme central est de savoir comment renforcer la pérennité des pensions de retraite sans, dans le même temps, provoquer une augmentation de l'épargne et stimuler la demande d'actifs non risqués, rendant encore plus épineuse la question sous-jacente de la faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance. Un conflit pourrait émerger entre l'intérêt individuel des régimes de retraite et la stabilité du système financier. La consolidation des perspectives de croissance du PIB à court et long terme, qui exercerait un effet à la hausse sur les taux d'intérêt, aiderait à aplanir ce conflit.

S'agissant des régimes de retraite par répartition, les mesures à prendre pour restaurer la solidité de leur financement consistent notamment à abaisser les prestations promises et à relever les taux de cotisation ou à repousser les âges de départ effectif à la retraite. Dans de nombreux pays, repousser progressivement l'âge effectif de la retraite, proportionnellement à l'allongement de l'espérance de vie - ce qui aurait aussi pour effet d'augmenter le PIB - devrait sans doute constituer une partie de la solution.

En ce qui concerne les régimes à prestations définies, il est primordial d'ajuster les montants des pensions promises dans les nouveaux contrats et aux futurs retraités pour tenir compte du fait que les taux d'intérêt ne reviendront sans doute pas intégralement à leurs niveaux antérieurs, ce qui pourrait nécessiter un relèvement des cotisations et des primes. Il faut aussi que l'ajustement des promesses de pensions tienne compte de l'évolution d'autres paramètres actuariels tels que l'espérance de vie. Il pourrait aussi se révéler nécessaire de modifier les contrats et les conditions applicables aux retraités actuels. Plusieurs pays, dont les Pays-Bas, ont d'ores et déjà donné aux organismes de retraite une certaine latitude concernant le niveau d'indexation des pensions promises, ce qui leur permet de moduler, le cas échéant, les droits acquis. Dans des circonstances exceptionnelles, compagnies d'assurance et organismes de retraite peuvent avoir besoin

de renégocier ou de moduler les contrats actuels et les montants promis. En outre, s'agissant des retraites à prestations définies, les promoteurs de ces régimes – et, s'il y a lieu, leurs affiliés – pourraient relever le montant des cotisations pour compenser d'éventuels déficits.

Les autorités de surveillance des régimes à prestations définies devraient intensifier leur suivi. Les responsables de l'élaboration des politiques publiques sont face à un équilibre délicat à trouver entre se montrer trop pressants auprès des institutions de retraite pour qu'elles corrigent leurs déficits de financement, ce qui pourrait aggraver encore le contexte conjuguant mollesse de la croissance et taux d'intérêt bas, dans une période de faiblesse des marchés et de laxisme réglementaire. L'obligation de maintenir certains ratios de financement et de valoriser les actifs aux prix du marché pourraient contraindre les organismes de retraite à réduire leurs risques au mauvais moment et à agir dans le sens de la conjoncture. Plusieurs pays (notamment les Pays-Bas, l'Irlande, la Norvège, la Finlande, le Royaume-Uni et les États-Unis) leur ont déjà autorisé les régimes de retraite à faire preuve d'une certaine souplesse concernant le respect de leurs obligations de financement. Les nouveaux principes fondamentaux de réglementation des pensions privées élaborés par l'OCDE établissent un cadre pour aborder ces questions.

Les responsables de l'action publique doivent évaluer tous ces risques avec prudence car ils sont potentiellement porteurs de conséquences lourdes pour les revenus futurs des retraités, les organismes de retraite et les assureurs et, in fine, pour les finances publiques. Le Royaume-Uni et les États-Unis ont mis en place des mécanismes publics visant à protéger les régimes de retraite, mais les enjeux futurs des retraites pourraient aussi exiger une intervention des pouvoirs publics dans d'autres pays également. Il importe aussi que l'opinion garde confiance dans son système de retraite pour encourager la constitution d'épargne pour les vieux jours et pour la stabilité des institutions. Dans les pays où les régimes à cotisations définies sont la principale source de financement des retraites (comme en Australie, au Chili, au Mexique et en Nouvelle-Zélande), les inquiétudes quant à la viabilité et au caractère approprié des revenus de retraite promis pourraient faire naître des doutes sur la conception des systèmes de retraite actuels.

L'augmentation rapide de la dette entraîne une risque d'instabilité dans les économies de marché émergentes

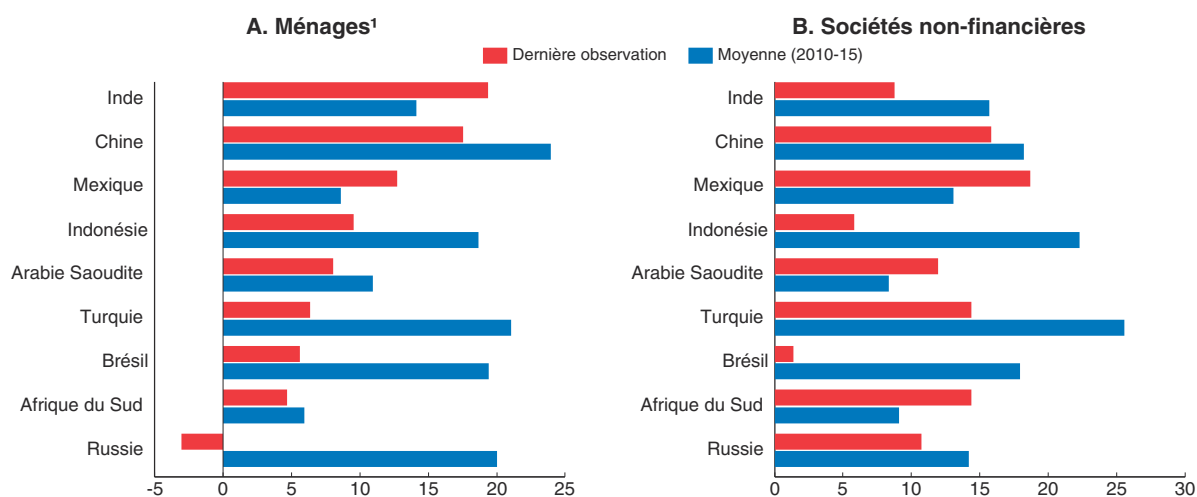
En Chine, le niveau élevé et croissant de la dette privée, qui comprend celle des entreprises d'État, continue de faire peser un risque sur la stabilité financière. L'écart du ratio crédit/PIB par rapport à la tendance est aujourd'hui le plus élevé parmi ceux de 43 pays économies avancées et émergentes, et il atteint des niveaux observés dans des pays qui ont connu des crises financières par le passé (BRI, 2016b). De plus, la dette a continué de croître rapidement malgré le ralentissement de la demande intérieure, ce qui suscite des inquiétudes quant à la qualité sous-jacente des nouveaux prêts, aux faillites désordonnées qui pourraient se produire dans le secteur des entreprises et à l'ampleur de l'utilisation qui a pu être faite du crédit pour soutenir les prix des actifs financiers. Les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de plus de 30 % en glissement annuel dans certaines mégapoles, même si leur progression a été beaucoup plus modeste dans les villes plus petites. Or, si elles résultent en partie de l'offre réduite de terrains, ces hausses de prix sont aussi le reflet de la politique monétaire expansionniste et de l'abondance du crédit. Les sociétés non financières, dont la dette équivaut à 166 % du PIB, ont de plus en plus de difficulté à assurer leurs remboursements dans un contexte de croissance ralentie,

de faible inflation des prix à la production et de capacités excédentaires dans plusieurs secteurs. Le récent programme d'échanges de créances contre des titres de participation permettra sans doute aux sociétés non financières de réduire leur endettement, mais c'est le secteur bancaire qui en supportera le coût, au détriment de sa rentabilité, alors même qu'il est déjà aux prises avec un volume croissant de CDL.

Dans de nombreuses autres économies de marché émergentes, les concours au secteur privé ont également progressé rapidement, avec les risques que cela fait peser sur la stabilité financière et la croissance économique, même s'ils ont ralenti récemment (graphique 1.24). La croissance du crédit a été alimentée par des conditions financières favorables, sur fond de faiblesse des taux d'intérêt dans les économies avancées. Globalement, les entrées totales de capitaux ont diminué au cours de deux dernières années dans de nombreuses économies de marché émergentes, surtout les investissements de portefeuille, mais elles sont encore abondantes et on estime même qu'elles ont considérablement augmenté au cours du troisième trimestre de 2016. En conséquence, les ratios dette privée-PIB ont atteint des niveaux élevés. Au début de 2016, les concours au secteur privé non financier représentaient plus de 70 % du PIB en Afrique du Sud, au Brésil, en Russie et en Turquie, et plus de 137 % du PIB en Malaisie. La hausse rapide du crédit privé est l'un des principaux éléments accentuant les risques de récession, de même que les entrées massives de dette en capital étranger (de Serres et Gori, à paraître).

Graphique 1.24. **La croissance du crédit reste soutenue malgré un récent ralentissement dans quelques économies de marché émergentes**

Pourcentage de variation du crédit en glissement annuel



Note : Crédit fourni par tous les secteurs (y compris les banques).

1. Dont les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439636>

Des efforts plus résolus et plus vastes sont nécessaires de la part des pouvoirs publics

Étant donné le coût que représente le piège de la croissance molle pour les générations actuelles et futures, la multiplicité de ses causes et leur caractère interdépendant, une réponse globale and collective s'impose. Les pays devraient utiliser toutes les possibilités que leur offrent la politique monétaire, la politique budgétaire et les politiques

structurelles pour soutenir la demande et rehausser les anticipations de croissance. Le choix des moyens d'action dépendra de la situation conjoncturelle de chaque pays et de chaque région, des mesures récemment mises en œuvre, et des effets d'entraînement qui se produiront aux niveaux mondial et régional. Il faudrait mettre davantage à contribution les politiques budgétaires et structurelles, car la politique monétaire, à elle seule, est désormais trop sollicitée.

La politique monétaire a atteint ses limites dans de nombreuses économies avancées

Depuis mai 2016, l'orientation accommodante de la politique monétaire n'a pas varié dans la zone euro et aux États-Unis. Le Japon, quant à lui, a adopté un nouveau cadre de politique monétaire caractérisé par des indications prospectives plus précises. Au Royaume-Uni, en revanche, la politique monétaire a été assouplie après le vote en faveur du Brexit. Si l'hypothèse de l'adoption de nouvelles mesures budgétaires aux États-Unis se confirme, la Réserve fédérale des États-Unis devrait porter son taux directeur de 0,5 % à l'heure actuelle à 2 % d'ici la fin de 2018 ; la hausse serait un peu plus forte pour les taux obligataires à dix ans. Les taux directeurs sont censés rester inchangés à leur niveau actuel au Japon et dans la zone euro. Le pronostic vaut aussi pour les taux obligataires à dix ans si, comme on le suppose, la nouvelle politique de ciblage du rendement à dix ans porte ses fruits au Japon et si les opérations d'assouplissement quantitatif se poursuivent dans la zone euro.

Le recours massif et prolongé qui a été fait à la politique monétaire ces dernières années pour soutenir la demande et stimuler l'inflation a entraîné des distorsions et des risques qui se sont accentués. Il n'y a donc plus de marge, à l'heure actuelle, pour de nouvelles mesures de relance monétaire sans le soutien actif en parallèle des politiques budgétaires et structurelles.

La politique monétaire annoncée au Japon et dans la zone euro risque d'être particulièrement difficile à appliquer.

- Le nouveau cadre de politique monétaire au Japon prévoit un contrôle de la courbe des rendements et un engagement à dépasser l'objectif d'inflation de manière à renforcer les anticipations inflationnistes¹⁸. La Banque du Japon entend pour l'heure continuer ses rachats d'obligations d'État pour des montants à peu près équivalents au programme actuel de 80 000 milliards JPY (16 % du PIB) par an. Reste à savoir si les nouveaux efforts déployés pour relever les anticipations inflationnistes permettront d'atteindre l'objectif d'inflation, sachant que d'autres tentatives du même genre, en leur temps, n'ont eu que des effets limités en dépit du coup de pouce apporté par la dépréciation du yen. Par ailleurs, avec le maintien des volumes d'achats d'obligations annoncés par la Banque centrale, le ciblage du rendement des obligations d'État à dix ans risque de s'avérer compliqué dans la pratique.
- Dans la zone euro, les achats d'emprunts d'État, s'ils se poursuivent au-delà de mars 2017, pourraient se voir limités par les critères que la BCE s'est elle-même imposés (ne pas acquérir plus de 33 % de l'encours d'une émission donnée, plus de 33 % des émissions d'un seul emprunteur ou d'obligations ayant un rendement inférieur au taux de rémunération des dépôts). À titre d'exemple, à la mi-novembre, la part des

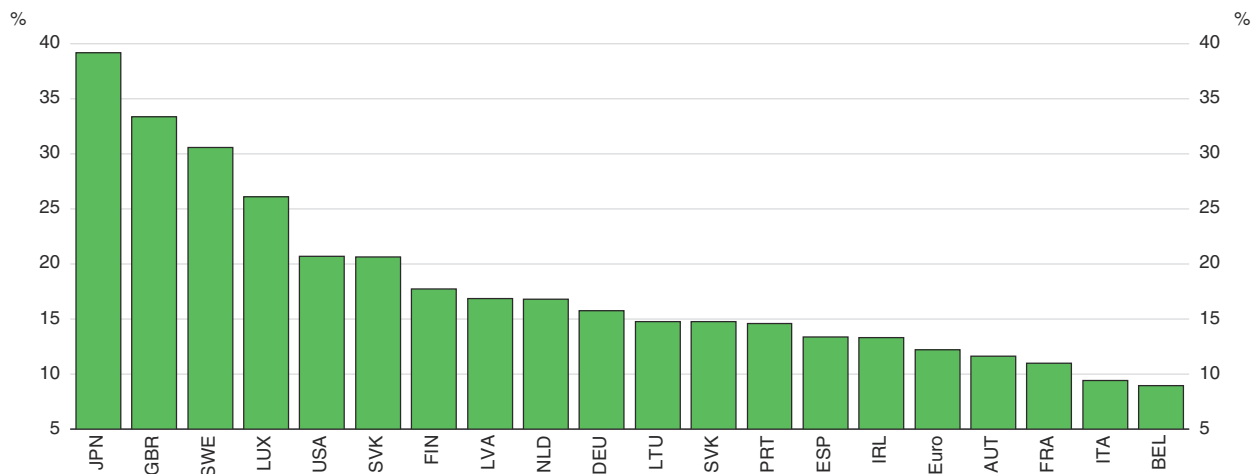
18. La Banque du Japon s'est engagée à poursuivre l'expansion de la base monétaire jusqu'à ce que l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais) dépasse l'objectif de stabilité des prix fixé à 2 % et demeure durablement au-dessus de cet objectif.

obligations d'État dont le rendement est inférieur à -0,4 % était estimée à plus de 50 % en Allemagne et dans une fourchette de 30-45 % dans cinq autres pays de la zone euro (graphique 1.18 ci-avant). Il faudrait envisager de revoir les limites adoptées.

- Compte tenu de leurs achats passés et actuels d'emprunts d'État, les banques centrales sont devenues de gros détenteurs et acheteurs de dette souveraine (graphique 1.25), ce qui fait grimper le prix des obligations et induit des investissements spéculatifs. Dans la zone euro et au Japon, les volumes de titres d'État détenus par les banques centrales augmenteront encore sensiblement du fait des mesures de politique monétaire actuellement prévues. Au Japon, la banque centrale pourrait voir la part des obligations qu'elle détient sur l'encours total des emprunts d'État se hisser jusqu'aux environs de 60 % d'ici mars 2019 si elle maintient son programme d'achat à hauteur de 80 000 milliards JPY par an. Pour remédier à cette situation, les banques centrales pourraient accroître leurs achats d'actions et d'obligations d'entreprise, mais cette politique entraînerait probablement davantage de risques et poserait des problèmes d'équité dans la mesure où elle profiterait surtout aux grandes entreprises privées et aux individus les plus fortunés. Au bout du compte, elle pourrait avoir les mêmes effets de distorsion sur les prix que les rachats de dette publique.

Graphique 1.25. Plusieurs banques centrales sont devenues de gros détenteurs de titres publics nationaux


Portefeuille d'obligations d'État détenu par les banques centrales en pourcentage de l'encours des titres de la dette publique, septembre 2016 ¹



Note : Pour les États-Unis, titres du Trésor négociables, à l'exclusion des bons du Trésor, détenus par la Réserve fédérale en pourcentage de l'encours des titres du Trésor négociables, à l'exclusion des bons du Trésor, à la valeur de marché. Pour le Royaume-Uni, avoirs de la facilité d'achat d'actifs (Asset Purchase Facility) de la Banque d'Angleterre en pourcentage de l'encours des fonds d'État (conventionnels et indexés), à la valeur de marché. Pour le Japon, obligations d'État détenues par la Banque du Japon en pourcentage de l'encours des titres du Trésor, à l'exclusion des bons du Trésor à court terme et y compris les obligations PPIP, à la valeur de marché. Pour les pays de la zone euro, achats cumulatifs nets d'obligations publiques dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public de l'Eurosystème, à la valeur comptable, en pourcentage de l'encours des obligations d'État à la valeur nominale. Pour la zone euro, le numérateur et le dénominateur sont égaux à la somme des valeurs respectives pour tous les pays de la zone. Pour la Suède, montant prévu des achats d'obligations publiques (245 milliards SEK d'ici fin 2016) en pourcentage de l'encours des obligations publiques émises en monnaie nationale en septembre 2016, à la valeur nominale.

1. Pour le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis, juin 2016.

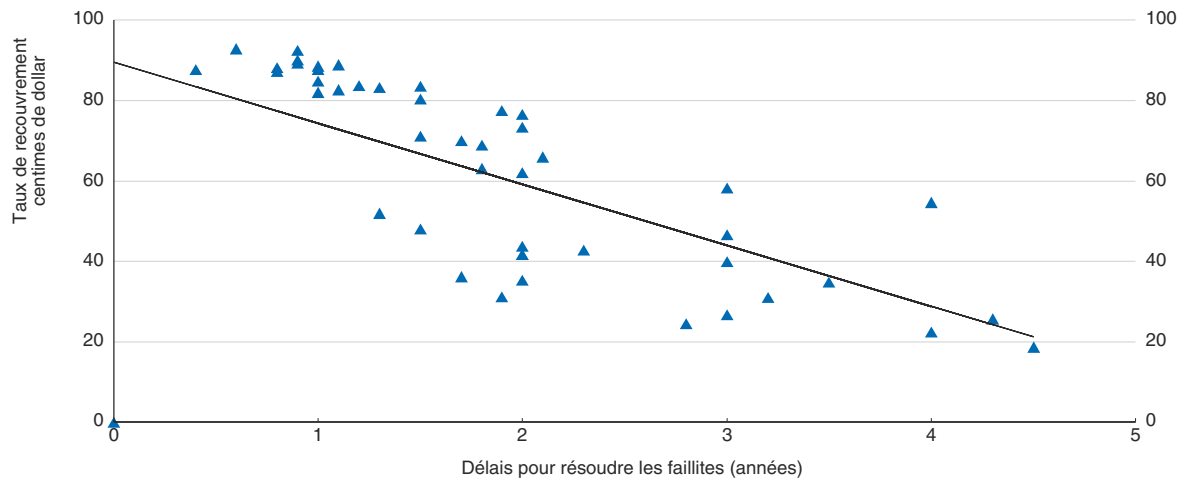
Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Banque du Japon ; Banque de Suède ; Bureau de gestion de la dette du Royaume-Uni ; Banque centrale européenne ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439648>


La divergence grandissante de l'orientation de la politique monétaire des principales économies avancées qui se matérialisera probablement aura des retombées via les taux de change et les taux d'intérêt, ce qui aura des répercussions sur la conduite de la politique monétaire dans toutes les parties du monde.

- Une appréciation du dollar des États-Unis par rapport aux autres devises redistribuerait la demande mondiale des États-Unis vers des économies moins solides. La puissance de ce mécanisme, toutefois, est peut-être moindre qu'avant la crise. Récemment, l'impact des mouvements de change sur les volumes d'échanges commerciaux semble avoir été peu marqué dans les grandes économies avancées une fois prises en compte les variations de la demande, ce qui corrobore les conclusions d'études empiriques récentes mettant en évidence une moindre sensibilité des volumes commerciaux aux variations de la compétitivité (Ollivaud et Schweltnus, 2015).
- Une appréciation du dollar aurait aussi pour effet de ralentir temporairement l'inflation aux États-Unis et de l'accélérer ailleurs. Dans la mesure où cet effet devrait n'avoir qu'un temps et que l'inflation anticipée est inférieure ou à peine supérieure à l'objectif, les autorités monétaires pourraient ne pas tenir compte de ces évolutions.
- Néanmoins, un dollar plus fort aurait pour conséquence une augmentation du coût du service de la dette sur les engagements extérieurs libellés en dollar. Le phénomène pourrait également se répercuter des États-Unis sur les taux d'intérêt du marché, aboutissant à un resserrement des conditions financières. Compte tenu des facteurs de vulnérabilité évoqués plus haut qui se sont accumulés dans les économies de marché émergentes, ces dernières devront renforcer leurs mesures réglementaires pour accroître leur résilience face à de telles retombées.

Pour faciliter la transmission de la politique monétaire dans la zone euro, il faudrait accélérer la restructuration des CDL en renforçant les procédures de contrôle et d'insolvabilité applicables aux banques (OCDE, 2016e). Cela pourrait amener à augmenter le supplément de fonds propres exigé pour les CDL de longue date. La résolution des défaillances bancaires serait aussi facilitée par le développement d'un marché des CDL et la création de sociétés de gestion spécialisées dans ce type d'actifs, si possible au niveau européen. Selon la législation actuelle, la vente d'actifs improductifs au-dessus du prix du marché à une société de gestion d'actifs bénéficiant du soutien de l'État est considérée comme une aide publique et déclenche la mise à contribution des créanciers, y compris les particuliers détenteurs d'obligations bancaires. Pour surmonter cet obstacle à la restructuration des CDL, il conviendrait de conclure un accord à l'échelle de l'UE soit pour éviter le déclenchement de la procédure de renflouement interne, soit pour adopter une définition plus souple des règles relatives aux aides publiques dans les pays où les encours de CDL sont considérables et constituent un facteur d'instabilité économique important. Pour nettoyer rapidement les bilans des banques, une autre stratégie consisterait à autoriser la vente en catastrophe des actifs dépréciés à des sociétés de gestion d'actifs privées et à vendre en même temps à l'État des options de rachat lui permettant de tirer parti des gains potentiels de ce type de vente. Il conviendrait aussi d'accélérer les procédures de faillite, inutilement longues dans de nombreux pays, par exemple en ayant recours à des procédures extrajudiciaires. À en juger par l'expérience internationale, cela permettrait de réduire le coût de la restructuration (graphique 1.26).

Graphique 1.26. **L'accélération des procédures de faillite augmente les taux de recouvrement d'actifs**

Source : Banque mondiale (2015), *Doing Business 2015. Going Beyond Efficiency*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439656>

Il faudrait utiliser judicieusement les marges budgétaires tout en renforçant les réformes structurelles

La politique monétaire n'étant plus guère en mesure de donner une impulsion supplémentaire à l'activité dans la plupart des économies, une politique budgétaire plus active et des réformes structurelles renforcées sont désormais nécessaires pour soutenir la demande globale et stimuler la production potentielle. Comme indiqué au chapitre 2, il est tout à fait possible, dans la conjoncture actuelle, d'envisager des mesures de relance budgétaire temporaires qui auront des effets bénéfiques sur la croissance et l'offre à long terme sans compromettre la viabilité de la dette :

- La chute des taux d'intérêt a réduit le coût du service de la dette, dans une proportion estimée entre 0.6 % et 3.5 % du PIB sur la période 2015-2017 dans les grandes économies avancées, en faisant baisser les intérêts payés sur les nouveaux emprunts¹⁹. En outre, la baisse des taux d'intérêt du marché étant plus importante que le recul de la croissance potentielle de la production entre 2014 et 2016, les limites d'endettement au-delà desquelles les pays n'ont plus accès au marché ont augmenté, selon les estimations, de plus de 20 % du PIB dans certains cas.
- La marge de manœuvre budgétaire disponible devrait être utilisée pour augmenter de façon permanente les dépenses publiques d'investissement consacrées à la création ou à la remise en état d'infrastructures matérielles et immatérielles et à d'autres mesures

19. Dans des pays où la banque centrale a acquis de grandes quantités d'obligations d'Etat, les économies sont encore plus substantielles dans la mesure où les produits d'intérêts perçus par celle-ci ont été restitués aux États. Compte tenu de la très faible rémunération des engagements des banques centrales, les intérêts versés sur les obligations d'Etat ont gonflé les bénéfices des banques centrales qui sont généralement transférés aux États. Ces dernières années, la Réserve fédérale a ainsi restitué la quasi-totalité des produits d'intérêts bruts au Trésor, ce qui a représenté un peu moins de ¼ du total des charges d'intérêts de l'administration centrale. Au Royaume-Uni, la quasi-totalité des 24.1 milliards GBP que le Fonds de la Facilité d'achat d'actifs a accumulé au titre de produits d'intérêts ont été restitués au Trésor en 2014 (environ 9 % des charges d'intérêts des administrations publiques depuis 2009; soit 1.5 % du PIB de 2014).

qui accroissent la demande et renforcent l'offre. À hauteur de ½ pour cent du PIB, ces dépenses pourraient être financées par le déficit pendant 3 ou 4 ans en moyenne dans les pays de l'OCDE et devraient apporter un supplément de croissance de l'ordre de 0.4 à 0.6 point de pourcentage la première année, avec, à plus long terme, des effets positifs sur la production et aucun impact sur les ratios dette-PIB. Les gains de production supplémentaires seraient obtenus grâce aux effets d'entraînement qui se produiraient entre les pays si ceux-ci décidaient d'agir collectivement et d'affecter leurs ressources budgétaires à des projets à fort impact sur la croissance.

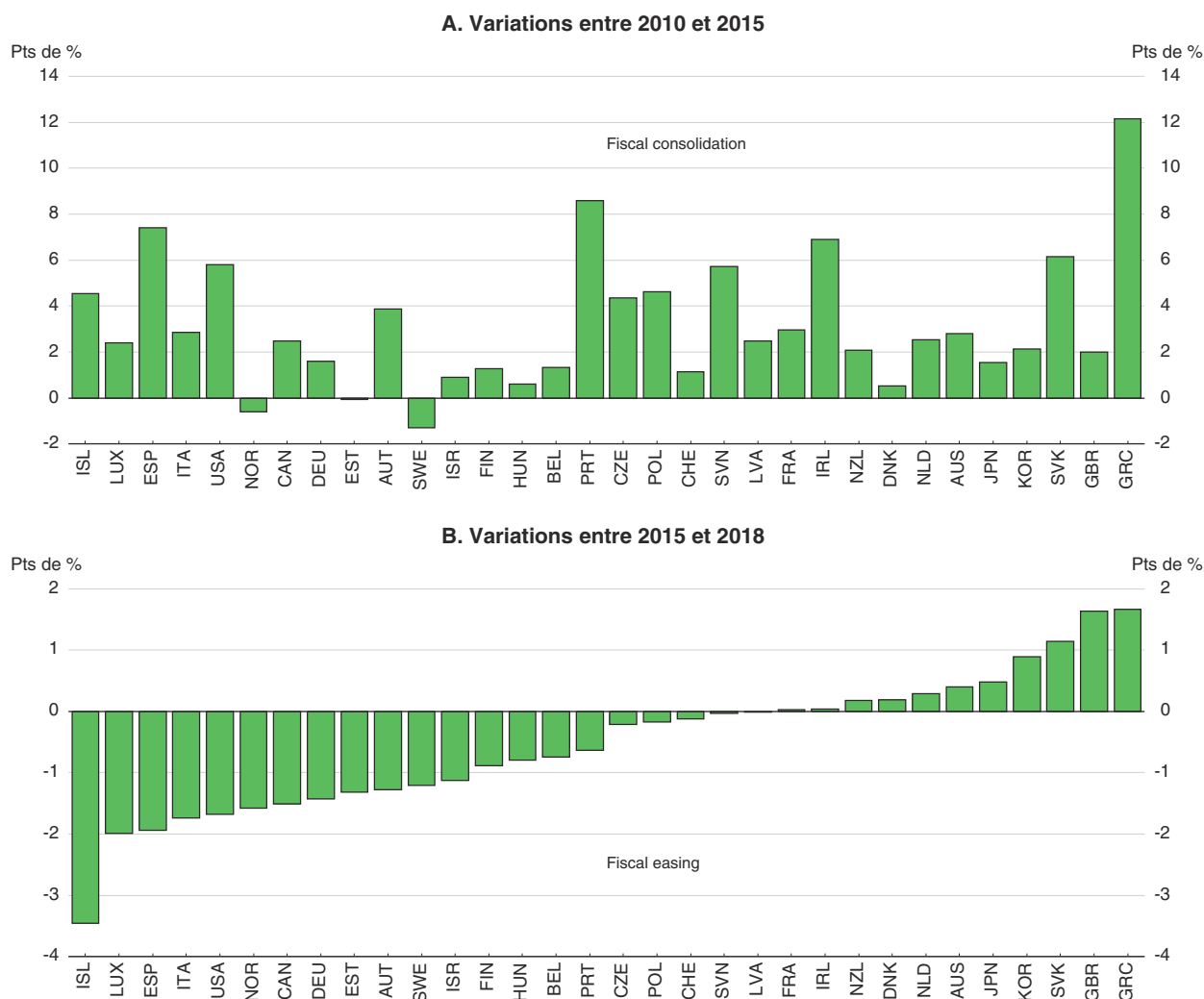
- Avec ou sans mesures de relance budgétaire, la plupart des pays disposent d'une certaine marge pour restructurer leurs dépenses et leur fiscalité de manière à favoriser à la fois la croissance et l'équité (Cournède et al., 2014 ; Fournier et Johansson, 2016).

Dans un certain nombre d'économies avancées, les autorités ont déjà commencé à infléchir l'orientation de la politique budgétaire pour soutenir la croissance ou modérer leurs efforts d'assainissement, tournant ainsi le dos à la phase de resserrement des années précédentes (graphique 1.27). D'après les estimations, le solde primaire sous-jacent de l'ensemble de la zone OCDE a déjà enregistré une baisse de 0.2 % du PIB en 2016.


- Aux États-Unis, la prochaine administration assouplira probablement la politique budgétaire. L'augmentation de 1 ½ pour cent du PIB potentiel du déficit primaire sous-jacent en 2017-18 sur laquelle se fondent les hypothèses stimulera considérablement la demande, les mesures agissant sur la dépense ayant un effet multiplicateur plus puissant que les mesures fiscales. Si les dépenses d'infrastructure auront également pour effet d'accroître la production potentielle, comme pourrait le faire la baisse de la fiscalité des entreprises si elle dopait durablement l'investissement de ces dernières, l'accroissement des dépenses courantes et les réductions d'impôt sur les ménages risquent de n'avoir que des effets limités sur le potentiel productif.
- En dehors des États-Unis, les mesures d'assouplissement prévues et les changements annoncés dans la composition des budgets sont globalement insuffisants pour relancer véritablement la croissance à court terme et la production potentielle à plus long terme dans de nombreuses économies. Des objectifs plus ambitieux sont nécessaires (tableau 2.4 du chapitre 2). D'après les projections, le solde primaire sous-jacent pour la zone OCDE hors États-Unis devrait s'infléchir de seulement 0.2 % du PIB potentiel en 2017-18 ; 13 pays assoupliront probablement leur politique budgétaire d'au moins ½ pour cent du PIB potentiel sur la période, tandis que six autres envisagent un resserrement d'au moins ½ pour cent du PIB potentiel. Seul un petit nombre de pays (Australie, Grèce, Norvège et, dans une plus faible mesure, Canada) prévoient d'accroître leurs investissements publics en pourcentage du PIB sur la période 2016-2018. Ce ratio devrait diminuer quelque peu en Corée, au Danemark, en Finlande, en Islande, au Japon et en Nouvelle-Zélande.

Des réformes structurelles plus ambitieuses et une application plus rapide des mesures annoncées sont également nécessaires pour compléter l'impact de nouvelles mesures de relance budgétaire sur la production et s'assurer que les retombées positives d'une croissance plus forte seront largement réparties. Après le ralentissement du rythme des réformes structurelles dans les économies avancées comme dans les économies émergentes ces dernières années, de nouveaux efforts s'imposent dans un large éventail de domaines. Il importe en particulier de veiller à ce que ces efforts soient cohérents si l'on veut qu'ils aient un impact positif. Par exemple, assouplir la réglementation du travail alors

Graphique 1.27. **Les politiques budgétaires ne commencent à s'assouplir que depuis peu**
Variation cumulée du solde primaire sous-jacent



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 100.

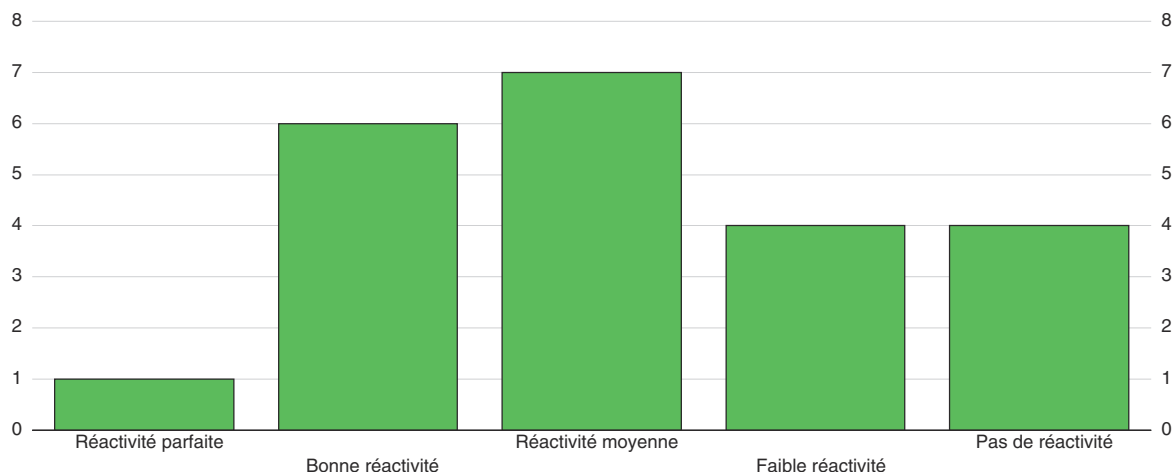
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439660>

que les marchés de produits sont rigides risque d'avoir pour conséquence de faire baisser l'emploi et les salaires. Si, au contraire, on améliore simultanément l'environnement des entreprises, il est probable que la concurrence entre employeurs bénéficiera aux salariés. Or, si l'on regarde comment les programmes de réforme recommandés ont été appliqués ces derniers temps, les résultats sont contrastés ; des réformes ont bien été entreprises sur le marché du travail ou sur le marché des produits, mais rarement dans les deux domaines à la fois (graphique 1.28). Des réformes mieux coordonnées seraient plus faciles à appliquer et auraient davantage d'impact en termes de croissance et de création d'emplois.

Comme on l'a vu plus haut, les programmes de réforme pourraient contenir des mesures destinées à renforcer la concurrence sur le marché des produits, particulièrement dans les secteurs des services où il existe une demande non satisfaite (Gal et Hijzen, 2016), des réformes des politiques du logement et de l'aide à la recherche d'emploi afin de


Graphique 1.28. **La mise en œuvre des trains de réformes structurelles a été inégale**

Nombre de pays classés selon leur taux d'application des réformes en 2015-2016



Note : L'axe horizontal indique, pour la période 2015-16, le taux de réactivité des pays aux recommandations de réforme formulées par l'OCDE en ce qui concerne le marché des produits (IDE et échanges compris) et le marché du travail. Une réactivité parfaite prend la valeur 1 et signifie que toutes les recommandations ont été mises en œuvre. Une bonne réactivité correspond à un taux de réactivité égal ou supérieur à 0.5 à la fois pour les réformes du marché des produits et pour celles du marché du travail. Une réactivité mixte correspond à un taux de réactivité supérieur à 0.5 soit pour les réformes du marché des produits soit pour celles du marché du travail. Une faible réactivité correspond à un taux de réactivité compris entre 0.5 et 0 pour les deux catégories de réformes.

Source : OCDE (2017) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933439679>

faciliter la mobilité géographique et professionnelle, et des réformes du secteur bancaire et du régime des faillites qui permettraient de liquider plus facilement les établissements défaillants et de redistribuer les ressources (Adalet McGowan et al., 2016).

Les politiques commerciales doivent être considérées comme faisant partie intégrante des programmes de réforme. Un recentrage collectif sur ces politiques permettrait de faire décoller la croissance des échanges des taux anémiques qu'elle enregistre depuis quelques années, ce qui aurait un impact positif sur la concurrence et la productivité (encadré 1.3). Les premières priorités en matière commerciale seraient d'éviter l'adoption de nouvelles mesures protectionnistes qui empêchent l'accès aux marchés, et de s'employer parallèlement à démanteler celles qui ont été prises depuis la crise. Toutes les économies avancées et émergentes pourraient aussi stimuler les échanges et la productivité en réduisant les coûts de transaction superflus par l'amélioration des procédures aux frontières et des procédures douanières, à l'élimination des obstacles tarifaires et non tarifaires, à la déréglementation des échanges de services, en particulier dans le secteur de la logistique, et à l'harmonisation de réglementations nationales coûteuses. Remédier aux blocages et aux effets de distorsion pesant sur l'investissement international, y compris dans la zone euro (Fournier, 2015), contribuerait également à l'expansion des échanges en encourageant l'IDE et une meilleure intégration dans les chaînes de valeur mondiales.

Bibliographie

- Adalet McGowan, M., D. Andrews, C. Criscuolo et G. Nicoletti (2015), *The Future of Productivity*, Éditions OCDE, Paris.
- Adalet McGowan, M., D. Andrews et V. Millot (2016), « The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- AEAPP (2016), *Financial Stability Report*, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, juin.
- Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti et F. Schiantarelli (2005), « Regulation and Investment », *Journal of the European Economic Association*, vol. 3.
- Alichi, A., Kantenga, K. et J. Solé (2016), « Income Polarization in the United States », *IMF Working Paper*, WP/16/121.
- Andrews, D., C. Criscuolo et P. Gal (2016), « The Global Productivity Slowdown, Technology Divergence and Public Policy: A Firm Level Perspective », *Brookings Institution Hutchins Center Working Paper*, n° 24.
- Autorité bancaire européenne (ABE) (2016), *2016 EU-Wide Stress Tests. Results*, 29 juillet.
- Bank of England (2014), « Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds », *Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group*, juillet.
- Banque du Japon (2016), *Financial System Report*, octobre.
- Banque mondiale (2015), *Doing Business 2015. Going Beyond Efficiency*, A World Bank Group Flagship Report.
- Bernanke, B. (2015), « Monetary Policy and Inequality », blog, Brookings Institution.
- Bikker, J.A., D.W.G.A. Broeders et J. de Dreu (2010), « Stock market performance and pension fund investment policy: Rebalancing, free float, or market timing? », *International Journal of Central Banking*, n° 6, juin, pp. 163-184.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *Dodd-Frank Act Stress Test 2016: Supervisory Stress Test Methodology and Results*, juin.
- Borio, C., L. Gambacorta et B. Hofmann (2015), « The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability », *BIS Working Papers*, n° 514, Banque des règlements internationaux.
- BRI (2016a), « Fixed Income Market Liquidity », *CGFS Papers*, n° 55, Committee on the Global Financial System, Banque des règlements internationaux, janvier.
- BRI (2016b), *BIS Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux, septembre.
- Caballero, R.J. et E. Farhi (2013), « A Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy », *NBER Working Papers*, n° 18737, National Bureau of Economic Research.
- Carroll, C. D., J. Slacalek et K. Tokunaka (2014), « The distribution of wealth and the MPC: Implications of new European data », *ECB Working Paper Series*, n° 1648.
- 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*, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Constâncio, V. (2016), « Challenges for the European Banking Industry », exposé présenté à la conférence « European Banking Industry: What's Next? », Madrid, 7 juillet.
- Cournède, B., A. Goujard et Á. Pina (2014), « Reconciling fiscal consolidation with growth and equity », *OECD Journal: Revue économique de l'OCDE*, vol. 2013, n° 1, Éditions OCDE, Paris. DOI : http://dx.doi.org/10.1787/eco_studies-2013-5jzb44vzbkhd
- de Serres, A. et F. Gori (à paraître), « Strengthening economic resilience: Insights from the post-war record of severe recessions and financial crisis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- Égert, B. et P. Gal (2016), « The Quantification of Structural Reforms: A New Framework », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître, Éditions OCDE, Paris
- FMI (2016), *Global Financial Stability Report. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, octobre, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- 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. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jrvgvg0dw27-en>

- Fournier, J.-M. et A. Johansson (2016), « 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*, à paraître.
- Gal, P. (2013), « Measuring Total Factor Productivity at the Firm Level using OECD-ORBIS », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1049, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5k46dsb25ls6-en>
- Gal, P. et A. Hijzen (2016), « The Short-Term Impact of Product Market Reforms: A Cross-Country Firm Level Analysis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1131, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jlv2jm07djl-en>
- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner et R. Dutu (2016), « Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It? », *Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 18, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jlr2h45q532-en>
- Hüfner, F. et I. Koske (2010), « Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 754, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5kmjv81n9phc-en>
- Kierzenkowski, R., N. Pain, E. Rusticelli et S. Zwart (2016), « The Economic Consequences of Brexit : A taxing decision », *Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 16, avril, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jm0lsvdkf6k-en>
- Kowalski, P. et al. (2015), « Participation of Developing Countries in Global Value Chains: Implications for Trade and Trade-Related Policies », *OECD Trade Policy Papers*, n° 179, Éditions OCDE, Paris, DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5js33lfw0xxn-en>.
- Lane, K. et T. Rosewall (2015), « Firms' Investment Decisions and Interest Rates », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, juin.
- Moisé, E. (2013), « The Costs and Challenges of Implementing Trade Facilitation Measures », *OECD Trade Policy Papers*, n° 157, Éditions OCDE, DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5k46hzqxt8jh-en>.
- OCDE (2013), *Économies interconnectées: Comment tirer parti des chaînes de valeur mondiales*, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264201842-fr>
- OCDE (2015a), METRO v1Model Documentation. TAD/TC/WP(2014)24/FINAL.
- OCDE (2015b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2015, n° 1, Éditions OCDE, Paris, DOI : http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-1-fr.
- OCDE (2015c), « Can Pension Funds and Life Insurance Companies Keep their Promises? », chapitre 4, *OECD Business and Finance Outlook*, pp. 111-147, Éditions OCDE, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264234291-8-en>.
- OCDE (2016a), *Perspectives de l'emploi*, vol 2016, juillet, Éditions OCDE, Paris. DOI : http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2016-fr
- OCDE (2016b), *OECD Business and Finance Outlook*, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257573-en>
- OCDE (2016c), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2016, n° 1, Éditions OCDE, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-1-fr.
- OCDE (2016d), *Le Point sur les marchés des pensions*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2016e), *Études économiques de l'OCDE : Zone Euro 2016*, juin, Éditions OCDE, Paris. DOI : http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2016-fr
- OCDE (2017), *Objectif croissance*, à paraître, Éditions OCDE, Paris
- O'Farrell, R., L. Rawdanowicz et K-I. Inaba (2016), « Monetary Policy and Inequality », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1287, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jm2hz2x9hxr-en>
- Ollivaud, P., Y. Guillemette et D. Turner (2016), « The Links between Weak Investment and the Slowdown in OECD Productivity and Potential Output Growth », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1304, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5js1qvnff3hk-en>
- Ollivaud, P. et C. Schwellnus (2015), « Does the Post-Crisis Weakness of Global Trade Solely Reflect Weak Demand? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1216, Éditions OCDE, Paris. DOI : <http://dx.doi.org/10.1787/5jlvvz0smq45-en>
- Poloz, S.S. (2016), « Living with Lower for Longer », présentation à l'Association des économistes québécois, septembre 2016.

ANNEXE 1.A1

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

Les hypothèses concernant les paramètres des **politiques budgétaires** pour la période de 2016 jusqu'à la fin de 2018 sont fondées autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées par les parlements, et concordent avec les prévisions concernant la croissance, l'inflation et les 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. Pour les États-Unis, alors que le programme budgétaire de la future administration n'est pas encore annoncé, les prévisions tablent sur une hausse du déficit primaire sous-jacent de $\frac{1}{4}$ pour cent du Pib en 2017 et $1\frac{1}{4}$ pour cent en 2018, principalement du fait de la baisse des impôts. Pour les autres pays, lorsqu'on ne dispose pas d'informations suffisantes pour déterminer les résultats budgétaires, on pose l'hypothèse que les soldes primaires sous-jacents resteront inchangés, ce qui implique qu'aucune modification discrétionnaire ne sera apportée à l'orientation de la politique budgétaire ; dans le cas des pays de la zone euro, on utilise également les objectifs annoncés dans les programmes de stabilité.

S'agissant de la **politique monétaire**, les hypothèses relatives au profil d'évolution des taux d'intérêt directs 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 2 % en décembre 2018.
- Au Japon, il est présumé que le taux d'intérêt au jour le jour 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 2018.
- Dans le cas du Royaume-Uni, on pose l'hypothèse que le taux de rémunération des réserves des banques commerciales à la Banque d'Angleterre restera inchangé à 0.25 % jusqu'à la fin de 2018.
- En Chine, il est supposé que le taux directeur sera porté de son niveau actuel de 4.35 % à 4.5 %, que des instruments ciblés seront utilisés pour fournir des liquidités à

l'agriculture, aux petites et moyennes entreprises (PME) ainsi qu'à d'autres secteurs spécifiques, et que le coefficient de réserves obligatoires restera inchangé.

- Dans le cas de l'Inde, on pose l'hypothèse que le taux des prises en pension sera abaissé de son niveau actuel de 6.25 % à 5.75 % d'ici à septembre 2017, puis qu'il restera inchangé jusqu'à la fin de 2018.
- Au Brésil, il est supposé que le taux directeur sera réduit progressivement de son niveau actuel de 14 % à 10 % d'ici à la fin de 2018.

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 les taux d'intérêt à long terme. Aux États-Unis, on suppose que le stock d'actifs achetés par la Réserve fédérale restera inchangé jusqu'à la fin de la période considérée. Au Japon, on présume que la Banque du Japon poursuivra ses achats d'actifs et continuera d'appliquer sa politique de contrôle de la courbe des rendements jusqu'à la fin de 2018, maintenant du même coup à 0 % le rendement des obligations d'État à 10 ans. Dans la zone euro, il est supposé que la Banque centrale européenne (BCE) prolongera ses achats d'actifs sans toutefois les accroître tout au long de la période examinée, de sorte que les taux d'intérêt à long terme resteront constants. Au Royaume-Uni, on pose l'hypothèse que les rendements des obligations d'État à long terme augmenteront peu à peu jusqu'à 1.7 %, l'accélération de l'inflation au cours de la période considérée n'étant compensée qu'en partie par l'accroissement des achats d'actifs de la Banque d'Angleterre à 435 milliards GBP.

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 11 novembre 2016, où le dollar des États-Unis valait 106.69 JPY, 0.92 EUR (ce qui signifie que l'euro valait 1.09 USD) et 6.81 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 l'hypothèse que les prix des produits de base non pétroliers resteront également inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux de la mi-novembre 2016.

Ces prévisions ont été établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 25 novembre 2016.

ANNEXE 1.A2

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'Organisation. 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 durable – 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 du noyau dur des fonds propres (Core Tier -1) aux actifs totaux de certaines banques dans chaque pays²⁰, les créances douteuses et litigieuses (CDL) 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

20. 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.

propres durs – plus la vulnérabilité qu'il mesure 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 1^{er} trimestre 2016 (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 1^{er} trimestre 2016 (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.

- 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>
- Fonds monétaire international (2012), Global Financial Stability Report October 2012 (Rapport sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2012), Washington, DC.
- 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 ¹	Différence entre chômage réel et chômage naturel	Déficit des paiements courants ^{1,2}	Taux de change effectifs réels ³	Dette brute des ménages ^{4,5}	Dette brute des entreprises non financières ^{2,5}	Prix réels de l'immobilier
	2016	2016T2 ou dernier disponible	2016	Variations en pts de % 2000T1-16T2	2015 ou dernier disponible	2015 ou dernier disponible	Variations en pts de % 2000T1-16T2
États-Unis	0.0	-0.1	2.5	-7.6	107.3	116.7	25.8
Japon	-0.5	-0.4	-3.8	-43.0	..	..	-17.2
Allemagne	-0.7	-0.6	-9.2	-11.2	92.9	69.9	13.1
France	0.0	0.6	1.0	1.5	108.3	104.8	72.6
Italie	-0.9	2.3	-3.0	12.0	76.4	88.5	9.0
Royaume-Uni	-0.3	-0.4	5.4	-15.7	150.7	129.2	86.8
Canada	0.2	0.5	3.5	23.1	171.9	155.3	113.4
Australie	-0.2	-0.1	3.5	33.7	211.5	90.8	110.2
Autriche	-0.5	1.7	-2.7	0.2	93.5	87.8	35.1
Belgique	0.0	0.2	-0.8	3.4	113.5	120.9	53.0
Chili	1.0	0.0	1.4	18.8	85.3	156.2	..
République tchèque	-0.3	-1.8	-2.3	38.1	68.5	58.7	..
Danemark	0.2	-0.1	-8.8	13.0	292.3	116.1	44.2
Estonie	0.4	-1.7	-0.9	47.3	80.9	98.1	..
Finlande	-0.6	1.4	0.7	1.2	130.1	98.2	25.9
Grèce	-0.3	6.0	1.0	10.7	115.1	70.5	-12.1
Hongrie	0.0	-3.5	-6.8	23.0	47.4	76.5	..
Islande	-2.6	-1.3	-3.5	-4.4	..	265.8	..
Irlande	-1.5	-2.2	-9.5	-12.3	179.2	309.3	12.5
Israël	-0.1	-0.9	-4.0	-8.0	..	73.9	51.8
Corée	0.4	0.2	-7.1	5.8	169.9	164.5	31.1
Lettonie	1.0	-0.5	-0.7	22.0	49.4	96.9	..
Luxembourg	-0.8	0.0	-4.5	22.8	167.3	316.5	..
Mexique	0.6	-0.8	3.5	-18.6	..	70.7	..
Pays-Bas	-1.0	0.8	-8.1	-1.7	273.5	129.9	5.8
Nouvelle-Zélande	-0.9	-0.4	2.8	49.9	..	..	141.8
Norvège ⁶	1.4	1.4	-4.6	31.5	221.7	114.3	95.8
Pologne	0.5	-1.5	0.6	-11.1	64.3	60.7	..
Portugal	-1.3	-0.3	-0.1	0.0	135.4	139.7	-22.2
République slovaque	-0.7	-0.8	1.4	30.0	68.0	80.4	..
Slovénie	-0.9	0.2	-7.5	-3.0	56.7	79.6	..
Espagne	-2.7	4.3	-2.1	5.3	121.8	96.9	30.8
Suède	-1.0	-0.7	-4.8	-4.0	177.3	124.2	151.7
Suisse	0.0	0.4	-9.2	32.9	202.5	..	53.3
Turquie	1.2	0.9	4.6	-25.3	..	152.0	..
Brésil	5.0	2.9	1.1	6.2	..	..	..
Chine	0.1	..	-2.4	97.6	..	..	..
Colombie	1.4	-0.4	4.8	2.4	..	..	84.1
Costa Rica	-0.9	0.3	2.6	-59.9	..	..	..
Inde	-0.4	..	0.6	-44.7	..	..	..
Indonésie	0.4	..	1.8	-12.9	..	..	..
Lituanie	0.2	-2.6	0.2	19.0	54.0	52.5	..
Russie	1.0	0.2	-3.0	175.9	..	..	..
Afrique du Sud	1.9	1.3	4.0	-12.2	..	..	111.8

1. Projections de l'OCDE.

2. En pourcentage du PIB.

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

4. En pourcentage du revenu disponible brut des ménages.

5. 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.

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

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° 100 ; 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 ⁶	Ratio prêts improductifs/ total des prêts	Dette brute des entreprises financières ^{2,5}	Déficit budgétaire de base des administrations publiques ^{1,2}	Dette brute des administrations publiques ^{1,2}	Différence entre rendements réels des obligations d'État à 10 ans et croissance du PIB potentiel		
dernier disponible	dernier disponible	2015 ou dernier disponible	2016	2016	2016T2 ou dernier disponible	dernier disponible	
6.3	1.4	338.2	5.0	115.6	-1.1	AA+	États-Unis
4.5	1.5	..	5.2	233.7	-1.8	..	Japon
4.0	2.3	294.7	-0.5	74.7	-2.7	AAA	Allemagne
3.7	3.9	308.1	3.3	122.7	-1.4	AA	France
5.4	18.1	211.8	2.4	159.3	0.8	BBB-	Italie
4.2	1.0	649.4	3.3	112.5	-1.4	AAA	Royaume-Uni
3.8	0.6	381.0	2.2	100.4	-0.5	AAA	Canada
4.3	1.0	296.9	2.6	45.4	-0.1	AAA	Australie
6.6	3.2	221.4	1.5	106.0	-2.4	AA+	Autriche
4.8	3.4	332.9	3.0	127.0	-1.7	AA	Belgique
..	1.9	218.5	..	..	-2.7	AA-	Chili
..	5.0	131.5	0.2	52.3	-3.1	AA-	République tchèque
4.4	3.4	380.8	0.7	53.7	-1.4	AAA	Danemark
..	1.0	124.8	-0.4	12.4	..	..	Estonie
4.7	..	224.5	2.7	78.0	-1.6	AA+	Finlande
10.9	37.0	188.3	2.0	185.7	9.5	..	Grèce
..	10.0	113.8	1.6	97.5	0.2	..	Hongrie
..	..	756.7	-16.6	64.4	-1.4	..	Islande
6.6	15.0	806.9	0.9	91.0	6.0	A+	Irlande
..	1.7	206.1	2.5	62.7	-3.3	A+	Israël
..	0.5	358.8	-1.9	44.2	-3.1	AA-	Corée
..	3.8	154.5	1.0	46.2	-2.2	..	Lettonie
..	0.2	7018.6	-1.7	30.7	-3.1	AAA	Luxembourg
..	2.3	69.7	-0.1	..	-0.6	BBB+	Mexique
4.4	2.5	773.3	1.4	76.1	-1.0	AAA	Pays-Bas
..	..	..	0.2	39.9	-1.7	AA	Nouvelle-Zélande
6.9	1.2	227.8	-3.0	41.7	0.4	AAA	Norvège ⁸
..	4.4	98.8	2.4	67.5	-0.5	..	Pologne
6.0	12.7	271.2	2.5	151.0	1.6	BB+	Portugal
..	4.8	128.5	2.1	59.2	-2.0	A+	République slovaque
..	8.0	119.2	2.4	99.4	-0.5	A-	Slovénie
5.7	5.8	222.6	4.6	118.4	0.7	BBB+	Espagne
3.7	1.1	305.0	-0.2	52.9	-3.3	AAA	Suède
4.9	0.8	..	-1.5	43.1	-1.4	..	Suisse
..	3.2	127.5	..	..	-2.2	..	Turquie
..	3.8	..	10.2	..	9.2	..	Brésil
..	1.7	..	1.8	..	-3.9	..	Chine
..	3.2	..	3.3	..	1.5	..	Colombie
..	1.6	..	..	..	..	..	Costa Rica
..	7.6	..	7.1	..	-2.2	..	Inde
..	3.0	..	2.6	..	1.7	..	Indonésie
..	5.5	86.5	0.7	54.0	-1.5	..	Lituanie
..	9.7	..	3.5	..	..	..	Russie
..	3.2	..	3.7	..	5.3	..	Afrique du Sud

1. Projections de l'OCDE.

2. En pourcentage du PIB.

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

4. En pourcentage du revenu disponible brut des ménages.

5. 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.

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

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° 100 ; 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	50.0	15.0	5.6	37.3	176.2	132.6	0.7	21.3
Japon	57.7	21.4	17.4	81.5	122.8	191.2	29.3	4.0
Allemagne	59.9	29.9	15.3	51.2	213.0	261.8	1.9	19.2
France	62.3	56.5	31.7	56.0	318.0	298.7	2.3	13.4
Italie	71.8	24.7	10.6	42.9	162.8	143.8	2.6	15.5
Royaume-Uni	51.0	61.3	40.7	66.3	539.0	536.2	4.7	11.6
Canada	51.8	25.8	10.1	39.1	187.1	194.5	5.4	33.8
Australie	53.4	24.9	8.0	31.9	191.6	132.5	4.0	25.7
Autriche	62.3	42.8	12.0	28.0	255.9	258.8	3.5	31.2
Belgique	44.3	42.8	18.6	43.6	431.2	485.7	3.4	49.1
Chili	28.5	20.6	10.4	50.6	154.9	134.2	16.3	63.7
République tchèque	40.9	22.2	6.2	27.8	130.0	103.6	38.0	55.3
Danemark	55.2	58.9	34.9	59.2	251.2	292.3	21.2	17.9
Estonie	42.6	5.3	2.4	45.5	176.6	137.5	2.0	55.2
Finlande	57.1	43.6	14.5	33.3	336.7	338.6	3.8	15.0
Grèce	90.3	24.6	11.6	47.1	265.5	134.2	1.5	5.3
Hongrie	24.6	21.2	6.5	30.7	288.2	231.4	22.0	71.5
Islande	45.0	36.2	6.2	17.1	172.7	171.7	29.1	52.3
Irlande	28.6	108.0	45.5	42.1	1944.7	1748.6	0.7	24.0
Israël	28.6	5.1	2.7	52.3	86.5	113.3	30.4	39.1
Corée	39.4	11.5	6.9	60.2	68.6	85.3	26.1	18.8
Lettonie	69.1	8.5	3.7	42.9	193.1	133.9	11.6	29.5
Luxembourg	19.7	831.4	259.2	31.2	18494.1	18519.1	1.6	44.5
Mexique	48.2	11.8	4.1	34.4	93.7	55.2	16.5	38.0
Pays-Bas	34.3	99.3	40.3	40.6	1062.3	1136.8	2.1	52.8
Nouvelle-Zélande	54.9	19.8	7.7	38.6	157.2	93.4	8.9	28.7
Norvège	65.2	35.9	12.9	35.9	200.1	381.8	14.8	25.1
Pologne	48.3	22.7	6.2	27.4	109.0	48.2	19.3	43.2
Portugal	68.1	32.0	12.1	37.8	281.9	178.9	3.4	25.3
République slovaque	50.2	28.6	11.7	41.0	132.3	68.0	2.0	48.9
Slovénie	72.9	17.5	4.5	25.7	140.0	103.2	1.6	24.9
Espagne	61.2	30.5	12.2	40.1	238.5	152.8	3.9	24.4
Suède	52.5	46.2	21.6	46.8	275.0	283.9	10.5	27.2
Suisse	34.8	61.3	41.7	68.1	542.0	657.9	94.4	35.6
Turquie	67.2	29.3	15.5	52.9	88.0	32.5	13.7	25.0
Argentine	52.4	2.4	1.5	63.5	34.9	43.2	3.7	41.7
Brésil	33.3	11.7	6.2	52.6	81.9	44.4	20.6	52.5
Chine	24.7	6.5	4.6	69.6	41.6	56.6	28.9	62.6
Colombie	40.6	12.5	6.0	48.0	103.4	54.6	16.3	54.0
Costa Rica	35.1	20.3	6.6	32.3	93.4	46.8	14.2	64.8
Inde	52.2	8.6	4.7	55.0	42.2	25.5	16.0	32.2
Indonésie	46.7	12.7	6.2	48.7	67.0	24.6	12.0	38.6
Lituanie	65.1	9.6	2.7	28.3	111.3	65.0	5.3	33.9
Russie	45.5	7.9	2.6	33.0	62.7	88.6	24.2	41.1
Arabie Saoudite	17.5	11.1	6.6	59.4	44.3	152.0	94.4	77.4
Afrique du Sud	29.0	11.4	4.6	40.4	112.2	125.1	13.2	35.5

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				
-5.1	-5.5	-3.2	-5.5	21.7	-12.9	0.1	2.5	États-Unis	
2.8	8.3	8.3	11.7	49.3	66.6	7.2	-0.4	Japon	
-9.1	-20.3	-12.6	-4.4	-1.7	25.8	0.4	1.4	Allemagne	
2.3	-10.8	-11.9	-8.7	15.7	6.0	0.3	0.3	France	
0.3	-26.5	-7.8	7.0	3.9	11.9	1.1	0.6	Italie	
-11.8	-50.9	-43.2	-8.4	-14.0	-7.4	3.0	1.9	Royaume-Uni	
17.2	2.6	-4.5	-23.8	14.2	35.7	2.3	-13.2	Canada	
5.3	-7.0	-4.2	-6.2	9.1	15.0	1.1	-1.3	Australie	
-1.2	-29.2	-14.7	-9.1	-67.4	-53.4	0.4	4.6	Autriche	
-17.6	-72.2	-70.2	-33.7	-86.3	-63.6	1.0	15.1	Belgique	
-3.9	2.4	0.9	-2.0	53.7	32.5	5.9	3.1	Chili	
7.3	-0.5	-2.7	-11.3	18.8	37.0	18.3	-2.2	République tchèque	
-12.6	-12.3	-1.9	7.5	-1.1	46.5	10.4	-3.4	Danemark	
-6.7	-99.3	-21.6	22.6	-31.2	13.3	-14.0	10.3	Estonie	
17.7	3.6	1.9	1.7	53.9	86.9	0.8	-3.9	Finlande	
16.8	-34.5	-5.4	18.4	59.0	35.4	1.2	-3.6	Grèce	
-6.8	-43.0	-11.4	2.8	-25.9	17.5	3.7	7.5	Hongrie	
-34.3	-258.3	-121.3	-26.2	-566.5	-446.7	15.3	37.3	Islande	
-24.9	-161.3	-105.1	-13.8	518.9	343.7	0.4	9.6	Irlande	
-16.2	-3.4	-1.3	6.3	-32.0	-4.6	13.4	14.0	Israël	
-3.4	-5.4	-3.5	-1.5	-4.0	30.1	1.8	3.2	Corée	
-5.7	-72.1	-29.8	1.4	13.8	39.4	-8.9	5.3	Lettonie	
-10.0	-309.6	-241.6	-12.7	5177.8	5224.1	1.3	20.3	Luxembourg	
15.6	3.9	1.7	4.1	25.0	25.4	7.8	-7.0	Mexique	
-6.2	-35.9	-26.9	-9.1	89.7	181.7	0.6	4.8	Pays-Bas	
-3.5	-5.6	-5.2	-12.2	-22.6	-1.1	-5.1	-3.8	Nouvelle-Zélande	
1.3	-25.6	-27.6	-30.0	-24.8	94.6	-1.9	5.3	Norvège	
2.7	-1.7	0.2	2.6	3.0	4.5	2.9	-2.7	Pologne	
-1.8	-43.0	-15.7	0.7	-23.0	-24.8	2.6	6.2	Portugal	
9.2	-3.2	-0.5	2.4	-1.0	2.0	-24.1	-8.5	République slovaque	
1.3	-30.9	-8.6	-1.3	-2.7	-14.4	-0.6	-0.2	Slovénie	
-1.4	-28.9	-6.7	8.3	3.2	9.0	3.0	2.6	Espagne	
2.9	-7.8	-10.7	-13.1	-7.6	0.1	4.6	-4.8	Suède	
-15.6	-111.3	-83.5	-4.5	-48.5	-75.9	84.2	15.1	Suisse	
12.5	10.4	7.1	8.6	4.9	3.3	1.0	-7.0	Turquie	
-1.7	-5.5	-2.4	13.2	-31.0	-35.7	-13.4	2.4	Argentine	
9.2	4.1	2.6	5.5	10.3	12.7	6.2	17.7	Brésil	
-7.5	0.6	1.3	14.4	3.5	-18.6	-18.7	5.3	Chine	
-3.9	5.3	1.7	-11.4	47.0	24.0	5.1	0.1	Colombie	
-4.9	-4.5	-4.7	-12.9	18.3	4.9	-2.3	4.8	Costa Rica	
2.6	-2.9	-1.3	2.9	1.1	-8.1	-10.8	6.5	Inde	
-6.4	2.0	0.5	-4.4	5.7	1.2	-0.3	6.9	Indonésie	
2.5	-33.9	-9.3	0.7	-12.2	7.0	-16.0	-1.7	Lituanie	
9.9	-5.3	-3.7	-14.8	-40.6	-2.3	-14.6	1.6	Russie	
-19.0	2.0	0.9	-3.0	13.7	20.7	13.3	13.8	Arabie Saoudite	
9.2	-0.1	-0.6	-4.7	-1.5	44.9	2.5	-5.8	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.