

1. Évaluation générale de la situation macroéconomique

Introduction

Certains signes indiquent que les perspectives mondiales ont commencé à s'éclaircir, même si la croissance reste modeste. Le resserrement des politiques monétaires continue à produire ses effets, en particulier sur les marchés du logement et du crédit, mais l'activité mondiale se montre relativement résiliente, l'inflation se replie plus rapidement que prévu initialement, et la confiance est en train de se redresser dans le secteur privé. Les déséquilibres entre l'offre et la demande sur les marchés du travail s'atténuent, le chômage restant à son plus bas historique ou proche de ce niveau, les revenus réels ont commencé à augmenter parallèlement au recul de l'inflation, et la croissance des échanges est redevenue positive. Cependant, les évolutions continuent de diverger entre les pays, la forte croissance affichée par les États-Unis et de nombreuses grandes économies de marché émergentes compensant les résultats moins bons observés en Europe et dans la plupart des pays à faible revenu.

La croissance du PIB mondial devrait s'établir à 3.1 % en 2024, soit au même niveau qu'en 2023, avant de remonter légèrement à 3.2 % en 2025, à la faveur d'une croissance plus élevée des revenus réels et d'une baisse des taux directs (tableau 1.1). Globalement, les politiques macroéconomiques devraient néanmoins rester restrictives dans la plupart des économies, avec au cours des deux prochaines années, des taux d'intérêt réels ne baissant que progressivement, et un assainissement budgétaire modéré dans la plupart des pays. La Chine constitue une exception de taille, avec des taux d'intérêts peu élevés et un probable important surcroît de soutien budgétaire qui sera mobilisé en 2024 et 2025. Les divergences entre les économies devraient persister à court terme, mais s'estomper à mesure que la reprise s'affermira en Europe et que la croissance ralentira aux États-Unis, en Inde et dans plusieurs autres économies de marché émergentes. Dans les économies du Groupe des Vingt (G20), l'inflation annuelle mesurée par les prix à la consommation devrait refluer peu à peu, grâce à l'atténuation des tensions sur les coûts, et retomber à 3.6 % en 2025 après avoir atteint 5.9 % en 2024. D'ici la fin de 2025, l'inflation devrait revenir à l'objectif dans la plupart des grandes économies.

Les risques globaux entourant les perspectives sont en train de se rééquilibrer, mais d'importantes incertitudes subsistent. Les vives tensions géopolitiques demeurent un risque à la baisse important à court terme, surtout si les conflits en cours au Moyen-Orient devaient s'intensifier et provoquer des perturbations sur les marchés de l'énergie et financiers, accentuant l'inflation et freinant la croissance. La réduction de l'inflation pourrait aussi se poursuivre de manière plus lente qu'on ne s'y attend si les tensions sur les coûts restent fortes et les marges des entreprises élevées, en particulier dans les services. De ce fait, les taux d'intérêt directs pourraient diminuer plus lentement que prévu, ce qui mettrait en évidence des vulnérabilités financières et pourrait éventuellement entraîner un ralentissement plus marqué sur les marchés du travail. Un autre risque essentiel de divergence à la baisse par rapport aux prévisions réside dans l'éventualité que l'impact futur de la hausse des taux d'intérêt réels soit plus important que prévu. Le service de la dette représente déjà une lourde charge, qui pourrait encore augmenter à mesure que les emprunts à faible rendement seront refinancés ou bien que les taux des emprunts à échéance fixe seront renégociés. Certains secteurs, notamment l'immobilier commercial, sont toujours en difficulté, et les faillites et défaillances d'entreprises sont aujourd'hui plus nombreuses qu'elles ne l'étaient avant la pandémie dans plusieurs pays, faisant peser des risques sur la stabilité financière. La croissance pourrait également être décevante en Chine, en raison soit de la faiblesse persistante des marchés immobiliers, soit d'un soutien budgétaire plus limité que prévu au cours des deux prochaines années, sachant que l'activité pourrait aussi être plus dynamique qu'on ne l'anticipe en cas de soutien budgétaire massif ou judicieusement ciblé. Concernant les risques à la hausse, la croissance de la demande pourrait être finalement plus forte que prévu, notamment dans les économies avancées si les ménages et les entreprises puisent plus largement dans l'épargne accumulée pendant la pandémie. La persistance d'une forte augmentation de la population active dans de nombreux pays pourrait aussi permettre à l'inflation de diminuer plus rapidement qu'on ne s'y attend.

Dans ce contexte, les principales priorités de l'action publique consistent à faire baisser durablement l'inflation, à définir une trajectoire budgétaire qui permettra de faire face à la montée des tensions, et à engager des réformes pour obtenir une croissance durable et inclusive plus forte à moyen terme.

- Les banques centrales doivent continuer de mener une politique monétaire prudente de façon à garantir que les tensions inflationnistes sous-jacentes soient durablement jugulées. Le recul de l'inflation permettra d'abaisser les taux d'intérêt directs nominaux cette année et la suivante, mais l'orientation de la politique monétaire devrait rester restrictive un certain temps dans la plupart des grandes économies. Les taux d'intérêt réels étant actuellement élevés, les taux directs devront revenir à un niveau plus neutre à mesure que l'inflation se rapprochera des objectifs visés, afin d'empêcher un fléchissement excessif de la croissance et une baisse de l'inflation en deçà de ces objectifs. Au Japon, un relèvement graduel des taux d'intérêt directs serait approprié en 2024-25, pour autant que l'inflation s'établisse durablement à 2 %, conformément aux projections. L'amélioration des conditions financières mondiales accroît la marge de manœuvre des pouvoirs publics dans les économies de marché émergentes, mais la réduction des taux devra être menée à un rythme prudent de façon à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation et à éviter des sorties de capitaux aux effets perturbateurs à mesure que les écarts de rendement se réduiront par rapport aux économies avancées.
- Les pouvoirs publics sont confrontés à des situations budgétaires de plus en plus tendues, qui tiennent à l'augmentation de la dette et au surcroît majeur de tensions sur les dépenses qui s'annoncent en raison du vieillissement démographique, des politiques d'atténuation du changement climatique et de l'adaptation à ses conséquences ainsi que des dépenses militaires et de la nécessité de financer de nouvelles réformes. Le coût du service de la dette augmente également à mesure que les titres d'emprunt à faible rendement arrivent à échéance et sont remplacés par de nouvelles émissions. Si rien n'est fait, la dette future s'alourdira nettement. Les pays à même d'afficher à court terme un excédent budgétaire primaire durable semblent peu nombreux, ce qui rend difficile la stabilisation de la dette. Un renforcement des efforts déployés pour maîtriser les dépenses, accroître les recettes et rehausser la croissance améliorerait la viabilité de la dette et la résilience, tout en permettant de préserver les ressources nécessaires pour atteindre les objectifs visés en matière de climat et de redistribution.
- Il est nécessaire de consolider les fondements d'une croissance future de la production et de la productivité. D'ambitieuses réformes des politiques structurelles s'imposent pour améliorer les résultats dans le domaine de l'éducation, renforcer le développement des compétences et l'innovation et réduire les contraintes qui, sur les marchés du travail et des produits, bloquent l'investissement et freinent l'activité. Un renforcement des compétences, une levée des obstacles à l'entrée et à l'expansion d'entreprises nouvelles, et des politiques scientifiques et technologiques judicieusement conçues sont autant d'éléments essentiels pour aider les pays à renforcer leur capacité d'innovation et à optimiser les avantages découlant de l'adoption de technologies et de concepts élaborés ailleurs. De nouvelles technologies génériques, comme l'intelligence artificielle, peuvent améliorer la productivité du capital.
- Dans un monde interconnecté, il est nécessaire d'améliorer la coopération internationale pour favoriser la diffusion des connaissances et de l'innovation, renforcer les échanges mondiaux, accélérer et mieux coordonner les progrès accomplis en matière de décarbonation, et contribuer à alléger le fardeau de la dette dans les pays à faible revenu. Dans le cadre de la mise en œuvre des politiques commerciales et industrielles, les autorités doivent s'efforcer de rendre les chaînes de valeur mondiales plus résilientes, sans pour autant compromettre les bénéfices en matière

- d'efficacité et d'innovation, ni négliger les gains de revenus, pouvant résulter de la réduction d'autres obstacles aux échanges, en particulier dans les secteurs des services et du numérique. Il est également indispensable d'accélérer les progrès réalisés en termes de décarbonation. L'innovation est un pilier essentiel de l'action publique, qui contribue à faire baisser le coût des nouvelles technologies. Accroître les investissements dans les infrastructures vertes et numériques, renforcer les normes pour favoriser une réduction des émissions et élargir la portée des mécanismes de tarification du carbone et en relever le prix constituent d'autres priorités essentielles des pouvoirs publics.

Tableau 1.1. La croissance du PIB mondial devrait rester stable cette année et la suivante

	Moyenne 2013-2019	2022	2023	2024	2025	2023 T4	2024 T4	2025 T4
		Pourcentage						
Croissance du PIB en volume¹								
Monde ²	3.4	3.4	3.1	3.1	3.2	3.3	3.1	3.2
G20 ²	3.5	3.1	3.4	3.1	3.1	3.6	3.0	3.1
OCDE ²	2.3	3.0	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.9
États-Unis	2.5	1.9	2.5	2.6	1.8	3.1	1.8	1.9
Zone euro	1.9	3.5	0.5	0.7	1.5	0.0	1.2	1.6
Japon	0.8	1.0	1.9	0.5	1.1	1.3	1.0	1.0
Non-OCDE ²	4.4	3.7	4.4	4.2	4.3	4.7	4.3	4.2
Chine	6.8	3.0	5.2	4.9	4.5	5.6	4.7	4.5
Inde ³	6.8	7.0	7.8	6.6	6.6			
Brésil	-0.4	3.1	2.9	1.9	2.1			
Taux de chômage dans l'OCDE⁴	6.5	5.0	4.8	5.0	5.0	4.9	5.1	5.0
Inflation¹								
G20 ²⁻⁵	3.0	7.9	6.3	5.9	3.6	5.3	4.5	3.1
OCDE ⁶	1.6	9.4	7.1	4.8	3.5	5.7	4.1	3.1
États-Unis ⁷	1.3	6.5	3.7	2.4	2.0	2.8	2.5	1.9
Zone euro ⁸	0.9	8.4	5.4	2.3	2.2	2.7	2.3	2.0
Japon ⁹	0.9	2.5	3.3	2.1	2.0	2.9	1.6	2.0
Solde des administrations publiques dans l'OCDE¹⁰	-3.2	-3.3	-4.8	-4.5	-4.1			
Croissance du commerce mondial en volume¹	3.4	5.3	1.0	2.3	3.3	1.9	2.5	3.5

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

2. Calculé en utilisant des pondérations variables basées sur les PIB nominaux, en parités de pouvoir d'achat.

3. Exercice budgétaire.

4. Pourcentage de la population active.

5. Inflation globale.

6. Calculé en utilisant des pondérations variables basées sur les consommations privées nominales, en parités de pouvoir d'achat.

7. Déflateur des dépenses personnelles de consommation.

8. Indice des prix à la consommation harmonisé.

9. Indice national des prix à la consommation.

10. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115.

StatLink  <https://stat.link/8e1a5w>

Évolutions récentes

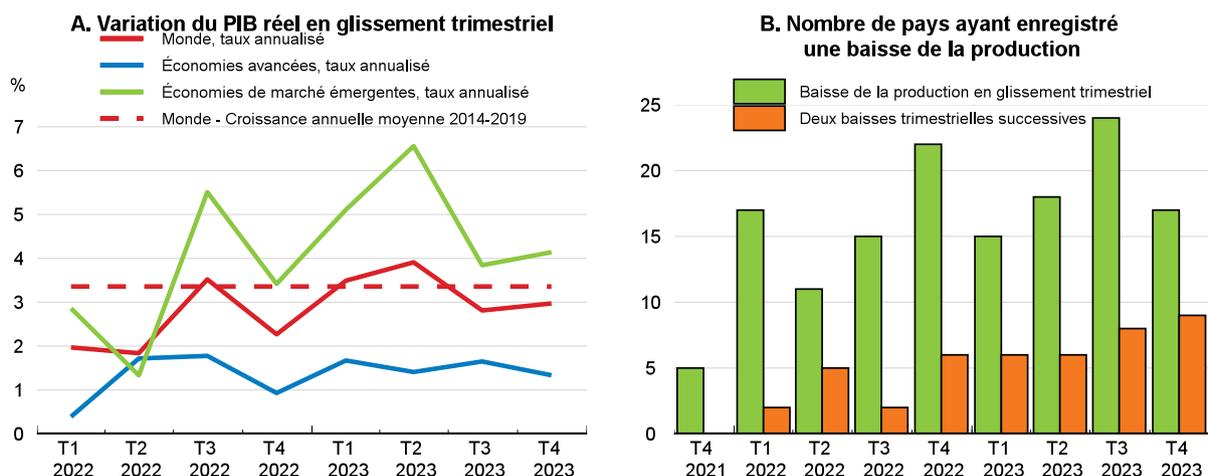
L'activité mondiale a surpris par sa résilience jusqu'ici

En 2023, la croissance mondiale s'est poursuivie à un rythme annuel légèrement supérieur à 3 %, malgré l'effet de freinage imputable au durcissement des conditions financières ainsi qu'à d'autres facteurs négatifs, notamment à la guerre en cours en Ukraine et aux conflits en cours au Moyen-Orient (graphique 1.1, partie A). Ce taux est comparable à celui observé juste avant la pandémie, et nettement supérieur aux projections d'il y a un an¹. Cela étant, l'économie mondiale n'a pas fait preuve de la même résilience partout. La croissance a été forte aux États-Unis, portée par la vigueur de la consommation des ménages et une politique budgétaire plus expansionniste que prévu, et l'a aussi été dans de nombreuses grandes économies de marché émergentes, mais elle a fléchi dans beaucoup d'autres économies avancées, en particulier en Europe, ainsi que dans les pays à faible revenu considérés dans leur ensemble. Un nombre croissant d'économies a enregistré une récession technique en 2023, caractérisée par au moins deux baisses trimestrielles consécutives de la production (graphique 1.1, partie B). Au quatrième trimestre, le PIB avait diminué en glissement annuel dans 12 économies de l'OCDE, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni, et stagné dans la zone euro. Cette faiblesse observée en Europe tient aux effets persistants du choc majeur sur le prix de l'énergie survenu en 2022, ainsi qu'au ralentissement de la croissance du crédit dans des économies caractérisées par une dépendance relativement forte à l'égard des financements bancaires. La croissance a bien résisté au Japon en 2023, portée par une politique monétaire encore accommodante et une orientation budgétaire légèrement expansionniste, mais elle a ralenti au cours du second semestre.

Dans les grandes économies de marché émergentes, la croissance du PIB (dans l'optique des dépenses) a été très soutenue en Inde, grâce au dynamisme de l'investissement public, ainsi qu'en Indonésie, et elle a été plus forte qu'on ne s'y attendait au Brésil, au Mexique et en Türkiye, malgré le durcissement des conditions financières. La croissance s'est également redressée en Chine au premier trimestre de 2024, les mesures de relance ayant contribué à compenser l'atonie persistante des marchés immobiliers. En revanche, les résultats économiques ont été plus décevants dans plusieurs pays vulnérables, sur fond de conditions financières restrictives et de manifestations de plus en plus nombreuses des conséquences négatives des dérèglements climatiques. Bien que le phénomène El Niño, de forte intensité, qui a débuté à la mi-2023 ait provoqué une série de records de température à l'échelle mondiale, faisant de 2023 l'année la plus chaude de l'histoire moderne, il n'a pas eu beaucoup de répercussions sur la production agricole mondiale, ni sur les prix des matières premières. Au niveau régional en revanche, les conséquences ont parfois été très importantes. Ainsi, la grave sécheresse qui a sévi en Afrique australe a fortement réduit les récoltes de céréales et entraîné des pénuries d'eau et des coupures d'électricité. C'est un des facteurs qui explique la croissance décevante enregistrée en 2023 par les pays à faible revenu considérés dans leur ensemble.

¹ En 2023, la croissance du PIB mondial par habitant a été légèrement supérieure à son niveau d'avant la pandémie, en raison d'une augmentation de la population mondiale plus lente que son rythme annuel moyen au cours des années 2010.

Graphique 1.1. La croissance mondiale a résisté en 2023, mais certaines économies sont entrées en récession



Note : Dans la partie A, les agrégats « Monde », « Économies avancées » et « Économies de marché émergentes » ont été obtenus à l'aide de pondérations variables, calculées à parité de pouvoir d'achat (PPA). Les chiffres de la partie B ont été calculés à partir de données portant sur 58 économies avancées et économies de marché émergentes.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/noc9t5>

Des évolutions positives du côté de l'offre dans de nombreuses économies avancées ont également contribué à soutenir la croissance. L'année 2023 a été marquée par des flux d'immigration particulièrement importants dans certaines économies de l'OCDE, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Espagne et en Australie. Cette évolution a eu des effets positifs sur l'offre de main-d'œuvre, et bénéficié globalement à la croissance du PIB (graphique 1.2, partie A). En revanche, les taux de croissance du PIB par habitant ont été beaucoup plus faibles, et dans certains cas négatifs². La production par travailleur a également diminué en 2023 dans toutes ces économies, sauf aux États-Unis.

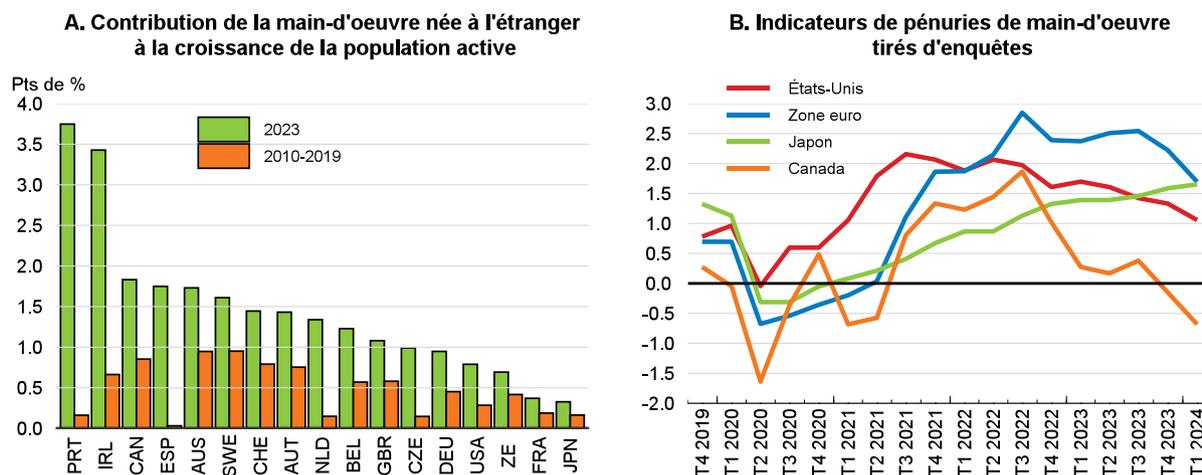
La croissance soutenue de la main-d'œuvre et la hausse des taux d'activité, qui ont atteint un niveau record dans l'ensemble de la zone OCDE en 2023, ont contribué au rééquilibrage de l'offre et de la demande sur les marchés du travail, même si leur situation reste relativement tendue. La croissance de l'emploi a ralenti, le nombre de postes vacants a diminué et le total des heures travaillées a reculé dans certains pays, mais les taux de chômage restent globalement proches de leurs points bas historiques. Le rapport entre les postes vacants et le nombre de chômeurs reste également supérieur aux niveaux qui étaient la norme avant la pandémie dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis, aux Pays-Bas, en Norvège et en Belgique³. Des données d'enquêtes laissent à penser que les entreprises connaissent aujourd'hui moins de pénuries urgentes de main-d'œuvre (graphique 1.2, partie B), même s'il est possible

² Le Canada, la Colombie, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne et le Royaume-Uni ont tous enregistré une croissance du PIB réel positive en 2023, mais une baisse du PIB réel par habitant.

³ On peut se demander si les flux migratoires ont été pleinement pris en compte dans les données relatives au marché du travail. Ainsi, aux États-Unis, les estimations récentes du solde migratoire établies par le Service d'études budgétaires du Congrès (CBO, *Congressional Budget Office*) sont bien supérieures à celles du Bureau du recensement (*Census Bureau*), qui sont utilisées par le Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, *Bureau of Labor Statistics*) dans ses rapports sur l'emploi (Edelberg et Watson, 2024). Le fait que les enquêtes n'arrivent pas à rendre pleinement compte des nouvelles entrées sur le marché du travail peut expliquer en partie pourquoi la croissance des salaires a eu tendance à se modérer alors même que les taux de chômage enregistrés restaient faibles.

que les difficultés rencontrées précédemment pour recruter des travailleurs dotés des qualifications nécessaires incitent les entreprises à garder leurs salariés, à moins d'un fléchissement marqué de la demande.

Graphique 1.2. Une forte immigration a favorisé la croissance de la population active dans certains pays, et les pénuries de main-d'œuvre se sont globalement atténuées



Note : Dans la partie A, le graphique présente la contribution de la croissance de la main-d'œuvre née à l'étranger à l'augmentation de la population active totale. Contribution annuelle moyenne sur la période 2010-19. La population active correspond aux personnes de 15 ans ou plus qui ont un emploi ou en cherchant un. Dans la partie B, les données sont issues d'enquêtes nationales : pourcentage de petites entreprises ayant au moins un poste difficile à pourvoir (États-Unis) ; inverse de l'évolution de l'indice de diffusion de l'enquête Tankan sur les conditions d'emploi pour toutes les entreprises de tous les secteurs (Japon) ; part des entreprises indiquant la main-d'œuvre comme facteur de limitation de leur production (zone euro) ; et pourcentage d'entreprises faisant état de pénuries de main-d'œuvre (Canada). Pour la zone euro, les réponses émanant des services et de l'industrie ont été agrégées sur la base de leur part respective dans la production brute. Les indicateurs ont été centrés et réduits de façon à produire une moyenne de zéro et un écart-type de 1 sur la période 2003-2023. Une baisse correspond à une atténuation des pénuries de main-d'œuvre.

Source : Bureau australien de statistiques (ABS, *Australian Bureau of Statistics*) ; Banque du Canada ; Banque du Japon ; Statistique Canada ; Eurostat ; Commission européenne ; Office des statistiques nationales (ONS, *Office of National Statistics*) du Royaume-Uni ; Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, *Bureau of Labor Statistics*) des États-Unis ; Fédération nationale des entreprises indépendantes (*National Federation of Independent Businesses*) des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

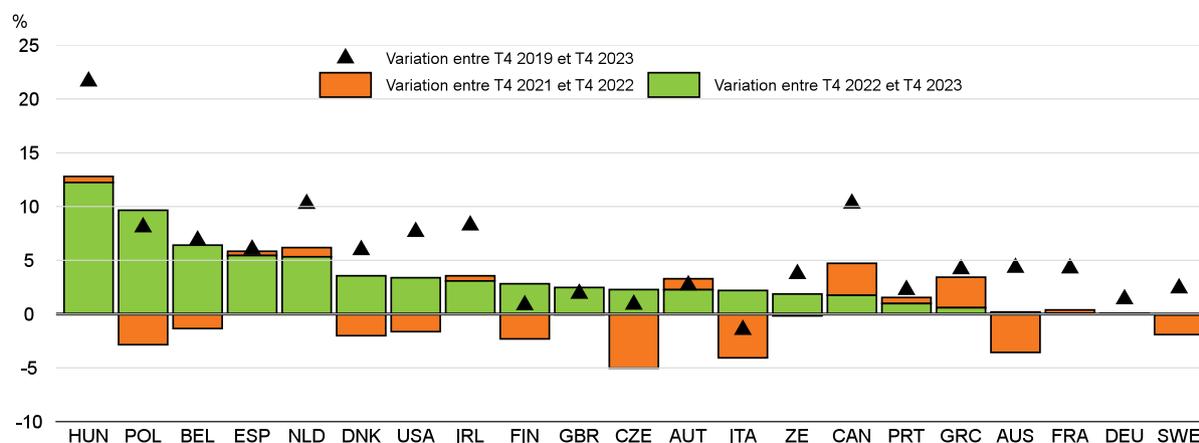
StatLink  <https://stat.link/41z5jf>

La croissance des salaires nominaux commence maintenant à fléchir dans la plupart des pays parallèlement au recul de l'inflation, sachant que le Japon fait figure d'exception, puisque l'issue des négociations salariales de printemps laisse entrevoir une augmentation sensible de la rémunération de base des salariés syndiqués, supérieure à 3 ½ pour cent au cours de l'année à venir. Malgré tout, les gains de productivité demeurant modestes dans de nombreux pays, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre reste souvent supérieure aux niveaux qui seraient compatibles avec une stabilisation durable de l'inflation à 2 %. On estime que le niveau médian des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les économies de l'OCDE, pour lesquelles on disposait de données, avait augmenté au quatrième trimestre de 2023 de 6.7 % en glissement annuel. En revanche, le niveau médian des bénéfices unitaires dans les économies de l'OCDE avait reculé de 0.2 % au cours de la même période. Cette diminution des bénéfices unitaires a fait suite à une forte hausse de 8.8 % en 2022.

La poursuite de la croissance de l'emploi, la forte hausse des salaires nominaux et le recul de l'inflation ont permis récemment un redressement du revenu disponible réel des ménages dans de nombreuses économies de l'OCDE. La situation varie néanmoins selon les pays, et le revenu réel avait stagné en glissement annuel au dernier trimestre de 2023 en Allemagne, en Australie, en France et en Suède (graphique 1.3). Le redressement progressif des revenus réels a contribué à soutenir les dépenses de consommation. Pourtant, la croissance de la consommation privée a été modeste en 2023 dans toutes les grandes économies de l'OCDE, à l'exception des États-Unis où le stock d'épargne excédentaire des ménages a continué de diminuer (OCDE, 2024a), alimentant une solide hausse des dépenses. Parmi les économies de marché émergentes, la croissance des dépenses de consommation a également été élevée au Brésil, au Costa Rica, en Inde, en Indonésie et en Türkiye.

Graphique 1.3. Les revenus réels sont repartis à la hausse dans de nombreux pays

Croissance du revenu disponible réel des ménages



Note : Revenu disponible brut nominal des ménages corrigé par le déflateur de la consommation privée. Pour l'Autriche, la Belgique, la Grèce, l'Irlande, les Pays-Bas, la Pologne et la Tchéquie, les données relatives au quatrième trimestre de 2023 sont les projections des *Perspectives économiques de l'OCDE*. Les pays représentés sur ce graphique sont ceux pour lesquels des données étaient disponibles au moins jusqu'au troisième trimestre de 2023.

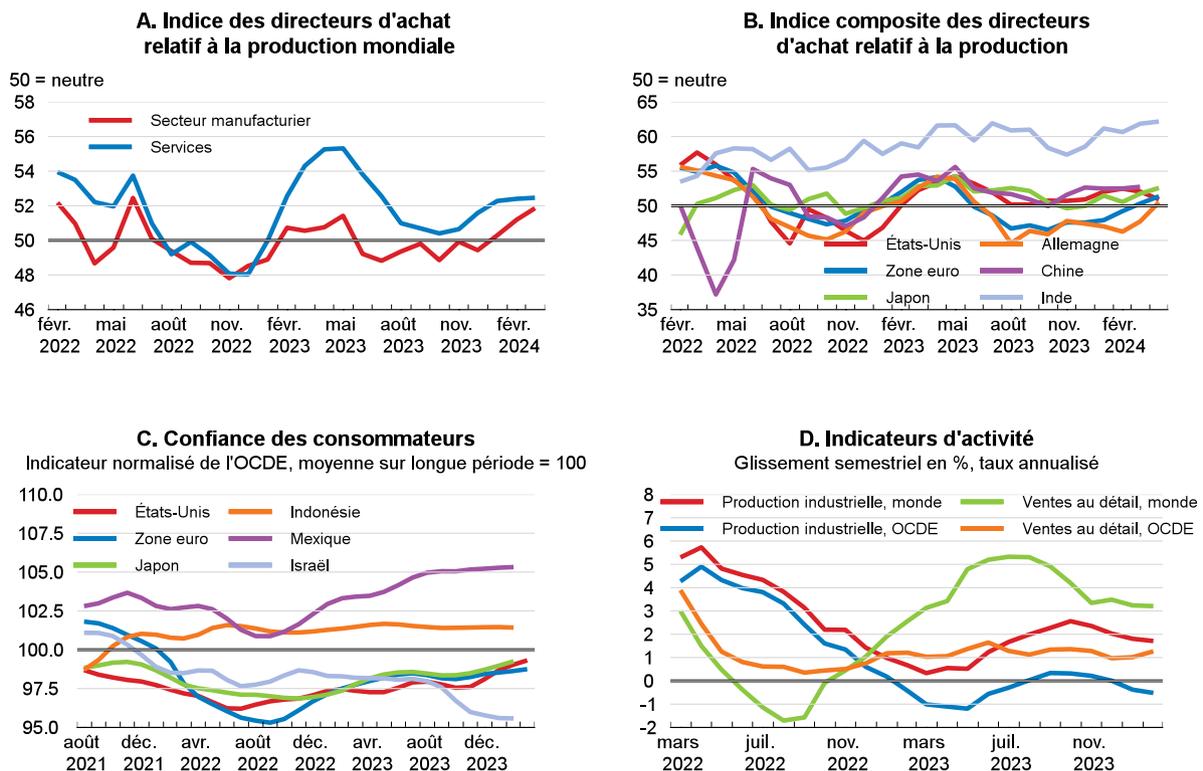
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; base de données de l'OCDE sur les comptes non financiers trimestriels par secteur institutionnel ; Eurostat ; et calculs de l'OCDE.

La hausse des taux d'intérêt enregistrée au cours des deux dernières années a porté un coup à l'activité sur le marché du logement. Entre le premier trimestre de 2022 et le dernier trimestre de 2023, l'investissement résidentiel a diminué de près de 6 ½ pour cent pour le pays médian parmi les économies de l'OCDE, et ce recul a même été plus marqué dans certaines économies du Groupe des Sept (G7), dont les États-Unis. La hausse des taux hypothécaires a également provoqué une baisse des prix réels des logements dans de nombreux pays, et une chute des prix nominaux dans quelques-uns d'entre eux, notamment en Allemagne, en Corée, au Danemark, en Finlande, en Nouvelle-Zélande et en Suède. Même lorsque les prix sont restés proches des pics atteints, le volume des transactions s'est souvent fortement contracté (OCDE, 2024a), de nombreux vendeurs préférant ne pas mettre leurs biens sur le marché plutôt que d'accepter un prix plus bas. Dans plusieurs économies européennes, dont la Türkiye, mais aussi en Corée et en Chine, le volume des transactions a baissé dans des proportions comprises entre 20 % et 30 % depuis le début de 2022.

L'investissement des entreprises a généralement mieux résisté depuis la montée des taux d'intérêt, mais au second semestre de l'année dernière, les signes de faiblesse ont commencé à se multiplier : de fait, au troisième trimestre de 2023, l'investissement fixe privé non résidentiel était en baisse dans les trois quarts des économies de l'OCDE pour lesquelles on dispose de données. La résilience de la croissance mondiale a continué de soutenir les bénéfices des entreprises en 2023, mais le mouvement de forte hausse qui s'était enclenché en 2022 s'est au moins en partie inversé dans de nombreux pays. L'atonie de la croissance du crédit, l'alourdissement du service de la dette et la dégradation du dynamisme des entreprises sont autant de facteurs qui pourraient modérer la progression de l'investissement des entreprises pendant quelque temps encore.

Les indicateurs mensuels récents sont contrastés d'un pays à l'autre, mais pris collectivement, ils laissent à penser que la modération de la croissance mondiale observée vers la fin de l'année a atteint son point bas. De fait, les enquêtes de conjoncture laissent augurer une amélioration de l'activité dans le secteur manufacturier comme dans les services, grâce à la forte dynamique observée en Inde et aux signes d'amélioration relevés en Chine et dans la plupart des grandes économies avancées (graphique 1.4, parties A et B). La confiance des consommateurs s'améliore, mais reste faible par rapport aux niveaux normaux sur longue période dans la plupart des grandes économies avancées, ainsi qu'en Chine (graphique 1.4, partie C). Une dégradation marquée a été également observée il y a peu en Israël. En revanche, la confiance a mieux résisté dans de nombreuses économies de marché émergentes où la croissance fait toujours preuve de résilience, notamment en Indonésie et au Mexique. Les indicateurs à haute fréquence des dépenses de consommation se sont légèrement tassés ces derniers mois, même s'ils ont généralement bien résisté. En revanche, la croissance de la production industrielle est restée globalement faible en dehors de la Chine (graphique 1.4, partie D).

Graphique 1.4. Les indicateurs d'activité récents suggèrent une amélioration de la confiance, mais une dynamique de croissance modeste



Note : Dans les parties A et B, des valeurs inférieures à 50 indiquent que le solde d'opinion des entreprises fait ressortir une contraction de la production. Dans la partie D, les agrégats « Monde » et « OCDE » sont des mesures pondérées calculées à parité de pouvoir d'achat (PPA). Les ventes au détail sont mesurées à partir des dépenses mensuelles des ménages pour les États-Unis, de l'indice mensuel de la consommation réelle pour le Japon, et du volume des ventes au détail pour les autres pays.

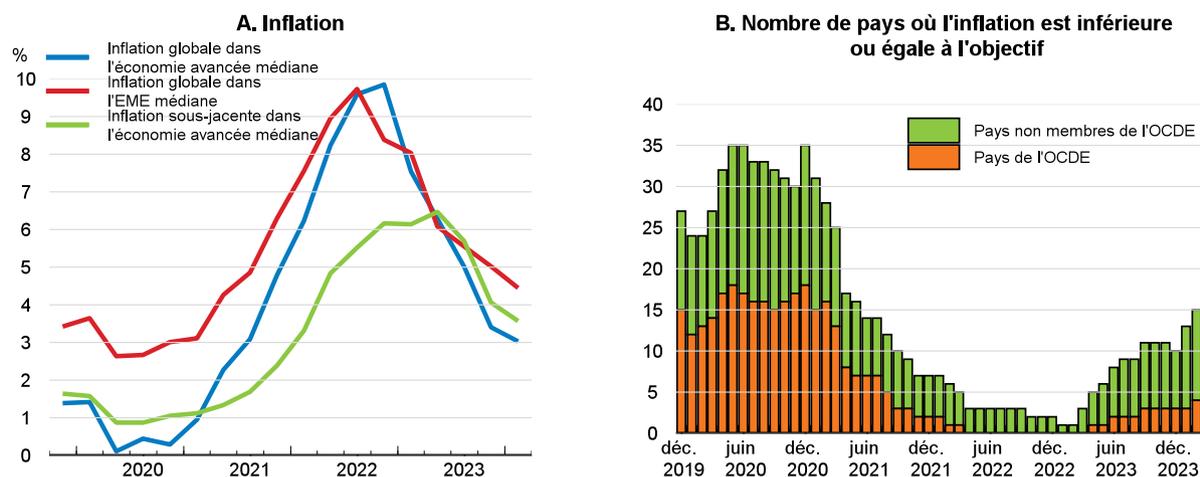
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; S&P Global ; base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; Banque du Japon ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/u4otzn>

Les taux d'inflation ont baissé vers les objectifs visés, mais des tensions persistent

L'inflation globale a diminué rapidement dans la plupart des économies en 2023 (graphique 1.5, partie A), grâce à des politiques monétaires généralement restrictives, à la baisse des prix de l'énergie et à la poursuite de l'atténuation des tensions qui s'exercent sur les chaînes d'approvisionnement. L'inflation sur les produits alimentaires a également ralenti fortement dans la plupart des pays, les bonnes récoltes de cultures essentielles comme le blé ou le maïs ayant entraîné une baisse rapide des prix par rapport aux pics atteints après le début de la guerre en Ukraine. Le niveau médian de l'inflation moyenne dans les économies avancées est passé de 9.9 % au dernier trimestre de 2022 à 3 % au premier trimestre de 2024. L'inflation annuelle a aussi généralement reculé dans les économies de marché émergentes, sauf en Argentine et en Türkiye, où elle a continué d'augmenter en 2024. Cependant, les hausses des prix en glissement mensuel observées récemment dans ces pays ont commencé à se modérer. En Chine, l'inflation est restée très faible, s'établissant à 0.1 % en mars. L'inflation globale est maintenant au niveau ou en deçà de l'objectif dans environ un tiers des économies du monde (graphique 1.5, partie B).

Graphique 1.5. Les tensions inflationnistes continuent de s'atténuer



Note : Dans la partie A, « Économie avancée médiane » et « EME médiane » désignent le taux médian d'inflation dans les économies avancées et dans les économies de marché émergentes (EME), respectivement. Les données utilisées se rapportent à 34 économies avancées et 16 économies de marché émergentes. La partie B concerne 22 économies de l'OCDE (la zone euro est prise en compte, mais pas les différents membres qui la composent) et 25 pays non membres. Pour les banques centrales ayant retenu une fourchette cible, on a utilisé le point médian. Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; base de données de l'OCDE sur les prix à la consommation ; Eurostat ; différentes banques centrales ; et calculs de l'OCDE.

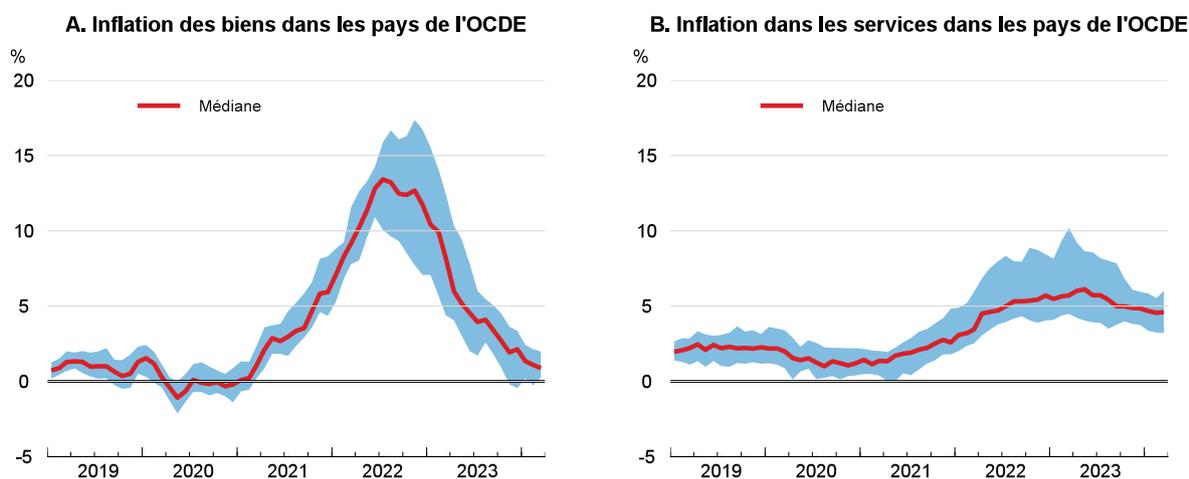
StatLink  <https://stat.link/ms7xik>

Les différentes mesures de l'inflation sous-jacente, notamment celle qui est calculée après exclusion des produits alimentaires et de l'énergie, les moyennes tronquées et l'inflation médiane, ont également diminué au cours de l'année écoulée, mais plus lentement que l'inflation globale. Dans l'ensemble, l'inflation sous-jacente des biens (excluant les produits alimentaires et l'énergie) a diminué régulièrement, mais celle des services a été plus persistante, demeurant nettement supérieure aux moyennes relevées avant la pandémie dans la plupart des pays de l'OCDE (graphique 1.6). Cela tient en partie à l'alourdissement des coûts unitaires de main-d'œuvre dans de nombreux secteurs de services, ainsi qu'à l'augmentation des bénéfices unitaires dans certaines branches d'activité. Ainsi, en mars, la hausse annuelle des prix des services s'établissait toujours à 4 % aux États-Unis – sur la base de l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*), et dans la zone euro, et à plus de 6 % dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale.

Une des approches couramment utilisées pour évaluer les contributions à l'inflation des facteurs liés à l'offre et à la demande (Shapiro, 2022 ; OCDE, 2024a) suggère que les évolutions des prix liées à l'offre comme à la demande ont continué de contribuer positivement à l'inflation jusqu'au quatrième trimestre de 2023 dans diverses économies avancées. Toutefois, par rapport à l'année précédente, où l'inflation annuelle était plus élevée, les contributions des facteurs liés à l'offre ont diminué plus fortement que celles des facteurs liés à la demande (graphique 1.7). Ces estimations semblent indiquer que dans la plupart de ces économies, la majeure partie de la désinflation observée au cours de l'année écoulée correspond à un ralentissement de l'inflation liée à l'offre. Ce constat peut s'expliquer en partie par la mesure de l'inflation utilisée pour l'analyse (déflateurs de la consommation privée dans les comptes nationaux), car elle prend en compte les produits alimentaires et l'énergie, pour lesquels les facteurs liés à l'offre sont particulièrement importants. Cela dit, d'après les conclusions d'analyses de l'inflation sous-jacente portant sur les États-Unis (Konczal, 2023) et la zone euro (Bańbura et al, 2024), la désinflation sous-jacente (hors prix des produits alimentaires et de l'énergie) provenait également principalement de l'offre. Ces résultats ne signifient pas que le resserrement des politiques monétaires intervenu depuis le début de 2022 n'a eu que peu d'effet, notamment parce que le fléchissement de la demande aura contribué à atténuer certaines des tensions inflationnistes liées à l'offre, mais ils pourraient indiquer que l'effet désinflationniste de la contraction de la demande ne s'est pas encore fait pleinement sentir⁴.

Graphique 1.6. L'inflation des biens est revenue à son niveau normal, mais l'inflation dans les services reste élevée

Médiane et intervalle interquartile des taux d'inflation dans la zone OCDE



Note : Ce graphique est fondé sur les données relatives aux indices des prix à la consommation (IPC) nationaux de 28 pays de l'OCDE. La zone bleutée représente l'intervalle entre le 1^{er} et le 3^e quartiles de la distribution des pays pris en compte.

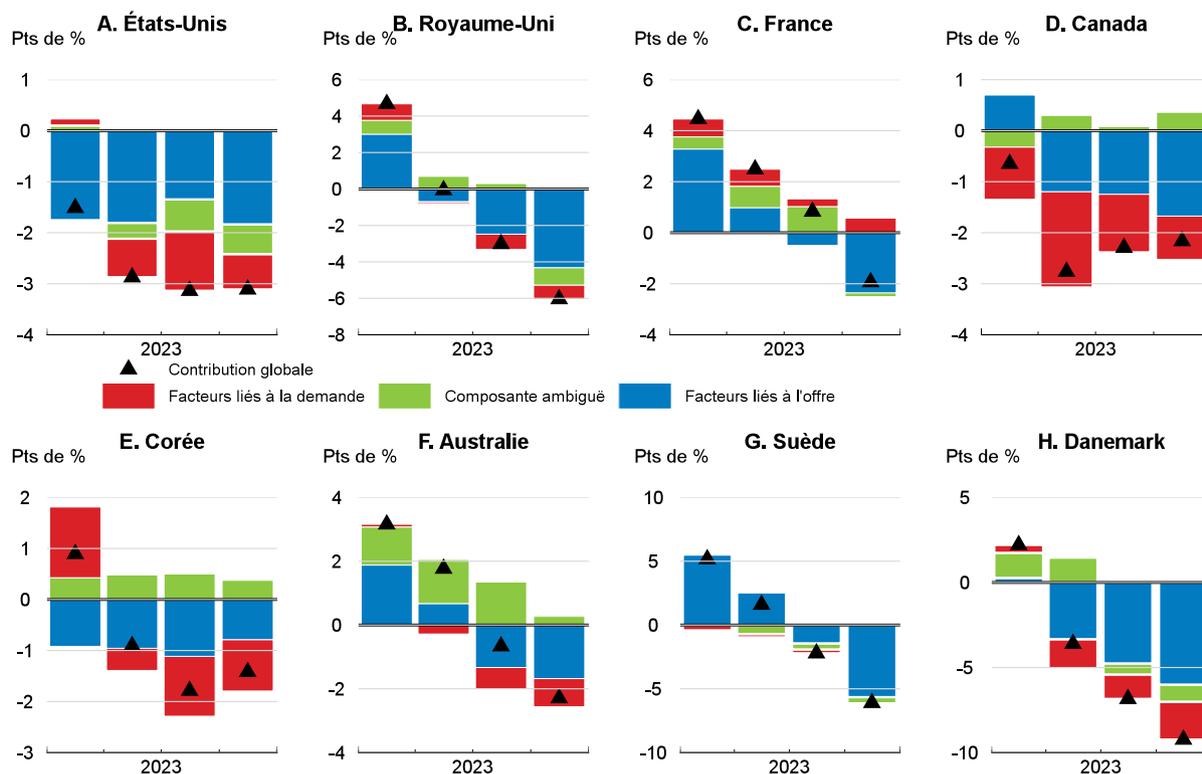
Source : OCDE, base de données sur les prix à la consommation ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/p62vy1>

⁴ Il se pourrait également qu'en l'absence de resserrement des politiques monétaires, la contribution des facteurs liés à la demande eût été plus élevée.

Graphique 1.7. Les facteurs liés à l'offre expliquent l'essentiel de la désinflation de l'année écoulée

Estimation de la contribution à la variation en glissement annuel de la hausse annuelle des prix à la consommation



Note : Le graphique montre la différence entre la contribution estimée de chacune des trois catégories au taux annuel d'inflation globale du trimestre en cours, et leur contribution au taux annuel d'inflation un an plus tôt. Le graphique repose sur des données désagrégées relatives aux prix et aux dépenses. On identifie les chocs subis par les prix et les volumes à partir des valeurs résiduelles d'autorégressions vectorielles (VAR) effectuées sur une période glissante de 10 ans pour l'évolution en glissement trimestriel des prix et des volumes de chaque composante de l'indice des prix (déflateur de la consommation privée). Les valeurs résiduelles de prix et de volume ayant le même signe correspondent à des chocs de demande, et les valeurs résiduelles de signes opposés à des chocs d'offre. On identifie également une catégorie intermédiaire, qualifiée de « composante ambiguë », pour laquelle les valeurs résiduelles des prix et/ou des volumes sont trop faibles pour pouvoir être considérées comme significatives. On calcule les contributions de chaque catégorie à l'inflation en glissement annuel en faisant la somme des quatre contributions trimestrielles les plus récentes.

Source : Bureau australien de statistiques (ABS, *Australian Bureau of Statistics*) ; Banque de Corée ; Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE, France) ; Statistique Canada ; Office statistique danois (*Danmarks Statistik*) ; Bureau central des statistiques (SCB) de Suède ; Office des statistiques nationales (ONS, *Office for National Statistics*) du Royaume-Uni ; Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

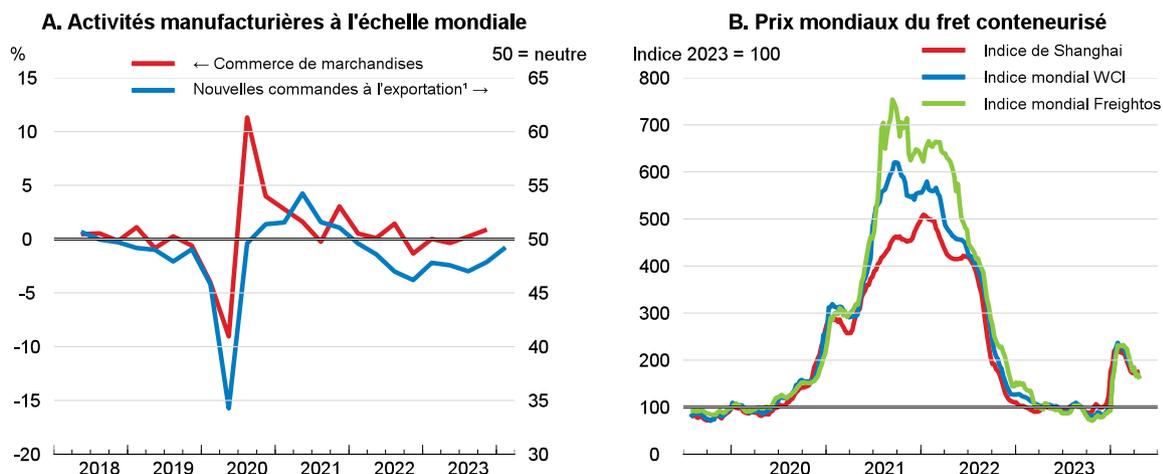
StatLink  <https://stat.link/67uerp>

Les échanges montrent des signes de redressement

La croissance annuelle des échanges mondiaux en volume a sensiblement ralenti en 2023, s'établissant à 1 % après avoir atteint 5.3 % en 2022. La réduction des stocks et une réorientation de la consommation vers les services, qui ont une plus faible intensité commerciale, ont concouru à ce ralentissement, en particulier aux États-Unis et en Europe, même si la poursuite de la reprise des voyages internationaux a contribué à soutenir les échanges de services en général. Les importations des États-Unis ont reculé de 1.7 % en volume en 2023, alors qu'elles avaient progressé de 8.6 % en 2022, ce qui a lourdement pesé sur la croissance des exportations de leurs partenaires commerciaux. La Chine a été une exception notable au regard de l'évolution des échanges observée à l'échelle mondiale, la réouverture du pays ayant favorisé l'expansion du commerce international après un déclin en 2022. Cette évolution a limité la faiblesse de la demande extérieure adressée à de nombreuses économies de marché émergentes. La vigueur de la croissance en Chine, en Corée et aux États-Unis a favorisé un rebond de la croissance des échanges mondiaux considérés dans leur ensemble au quatrième trimestre de 2023, malgré une atonie persistante en Europe. Le redressement a été particulièrement marqué du côté des exportations, un net décalage apparaissant entre la hausse des exportations et celle des importations enregistrées au second semestre de 2023.

Les indicateurs à haute fréquence récents tendent à montrer que le redressement des échanges s'est poursuivi au début de 2024, même s'il demeure précaire et fortement tributaire des États-Unis et de la Chine. D'après les estimations du Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas, en février, le commerce mondial de marchandises mensuel, en volume, n'était supérieur que de 0.3 % à son niveau de décembre 2023. Cependant, les mesures tirées d'enquêtes des commandes mondiales à l'exportation dans le secteur manufacturier montrent un redressement depuis un niveau faible (graphique 1.8, partie A), et les commandes à l'exportation se sont renforcées dans le secteur des services. Les données relatives au transport aérien indiquent que la reprise des voyages internationaux et la forte croissance du fret aérien se sont poursuivis, à la faveur de l'expansion soutenue du commerce électronique et des retombées des perturbations du trafic maritime en mer Rouge.

Graphique 1.8. Les commandes à l'exportation ont commencé à se redresser, mais les coûts de transport maritime restent élevés



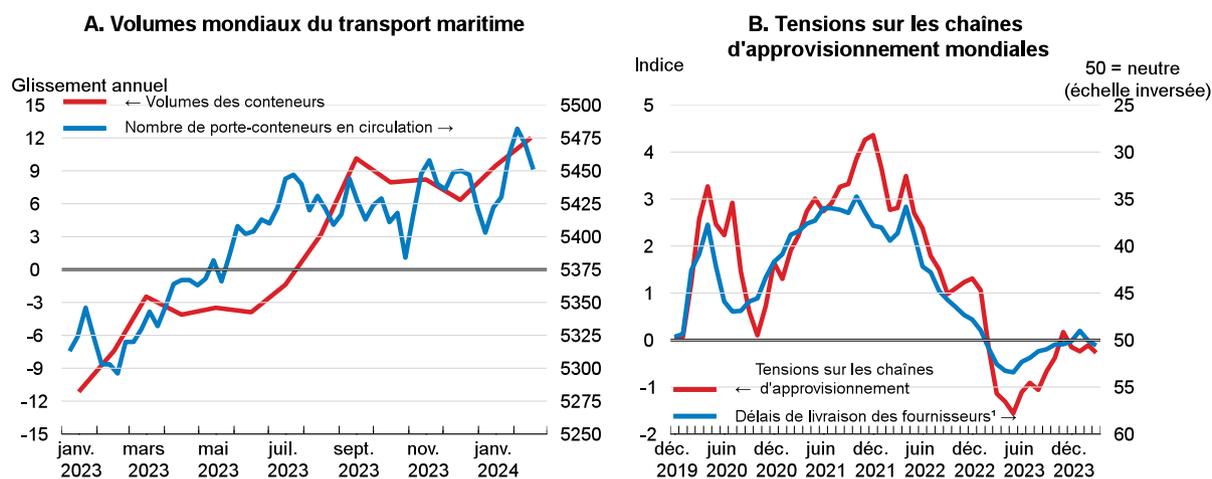
Note : Croissance trimestrielle des échanges en volume, données non annualisées. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est une moyenne trimestrielle des données mensuelles. Pour l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation, une valeur inférieure à 50 indique que le solde d'opinion des entreprises fait ressortir une contraction. Les prix du transport de fret par conteneur sont calculés pour une capacité de chargement mesurée en équivalents vingt pieds (EVP).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; S&P Global ; Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/ok2w05>

Les attaques perpétrées contre des navires en mer Rouge ont entraîné une réorientation des flux d'échanges. Depuis que ces attaques ont commencé en décembre 2023, le trafic de porte-conteneurs passant par le canal de Suez s'est effondré, ainsi le nombre moyen de bâtiments par jour mesuré entre janvier et la mi-avril a été inférieur de 51 % environ à celui du dernier trimestre de 2023. Le déroutement par le cap de Bonne-Espérance a concerné approximativement 9 % des échanges maritimes mondiaux et environ 18 % des volumes transportés par navire au long cours, ce qui a entraîné un allongement d'environ 30 % des temps de trajet entre l'Europe du Nord et l'Asie pour ces bateaux. La sécheresse qui frappe le canal de Panama a encore accru les temps de parcours pour les navires qui sont déroutés⁵. Ces évolutions ont fait monter les coûts de transport maritime. Bien que les prix aient reflué par rapport à leur pic de janvier, les coûts de transport maritime restent supérieurs de 60 % environ à leur niveau de 2023 (graphique 1.8, partie B). Les nouvelles routes empruntées ont entraîné des retards, sachant que la proportion estimée de navires arrivant dans les délais prévus était estimée à 53 % en février, alors qu'elle s'établissait aux alentours de 65 % en septembre 2023, mais la durée moyenne des retards a commencé à diminuer à mesure que les armateurs ajustaient leurs délais d'acheminement pour ces nouveaux trajets désormais plus longs (Sea-Intelligence, 2024). Les indicateurs relatifs aux goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement ne se sont dégradés que marginalement jusqu'ici, demeurant en deçà des niveaux observés sur la période 2021-22 (graphique 1.9). L'augmentation des coûts de transport maritime devrait légèrement ralentir le rythme de la désinflation, mais sa répercussion sur l'inflation globale devrait être limitée, étant donné que la croissance modérée de la demande mondiale et la poursuite des livraisons de nouveaux navires de transport ont contribué jusqu'ici à limiter les contraintes affectant l'offre.

Graphique 1.9. Les effets induits sur les chaînes d'approvisionnement par les attaques perpétrées contre des navires restent limités jusqu'ici



Note : Volumes des conteneurs en millions d'équivalent vingt pieds ; données mensuelles. Nombre de porte-conteneurs en circulation établi à partir de données hebdomadaires, moyenne quotidienne jusqu'au 14 février 2024. L'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs est représenté suivant une échelle inversée dans la partie B, étant donné qu'un allongement de ces délais a généralement des effets négatifs sur la production.

1. Indice des directeurs d'achat.

Source : Banque fédérale de réserve de New York ; indicateur des échanges de l'Institut de Kiel pour l'économie mondiale (IfW, *Kiel Institut für Weltwirtschaft*) ; S&P Global ; Xeneta ; Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/618gsx>

⁵ Les navires évitant le canal de Panama avaient été redirigés vers la mer Rouge l'année dernière, ce qui avait entraîné une augmentation des volumes transitant par la mer Rouge avant les attaques récentes.

Les conditions financières se sont assouplies, mais les taux d'intérêt réels demeurent élevés

À l'échelle mondiale, les conditions financières se sont légèrement assouplies ces derniers mois. Les cours des actions se sont raffermis, la volatilité a reculé et les indicateurs de tensions financières au sens large restent modérés. Néanmoins, les conditions financières demeurent restrictives, les taux d'intérêt réels anticipés élevés (voir ci-après) continuant de peser sur l'activité. Dans un contexte de taux d'intérêt débiteurs élevés et de durcissement des critères d'octroi des prêts, la croissance du crédit demeure négative en termes réels dans la plupart des grandes économies avancées, même si les données récentes laissent entrevoir des signes de stabilisation.

Après avoir nettement diminué à la fin de 2023, les rendements nominaux des obligations d'État à long terme ont augmenté depuis le début de 2024 dans la plupart des économies, ce qui reflète un déplacement vers le haut des anticipations des marchés relatives à la trajectoire future des taux d'intérêt directs dans les grandes économies avancées mais aussi l'augmentation des primes d'échéance. Les programmes de resserrement quantitatif les font augmenter également à la marge (Du et al., 2024). En revanche, les écarts de rendement des obligations de sociétés se sont repliés, tant pour les obligations de catégorie investissement que pour les titres de catégorie spéculative, en dépit d'une augmentation persistante du nombre de faillites d'entreprises dans certains pays. La forte demande de valeurs technologiques et la résilience de l'appétence pour le risque ont fait monter les cours des actions cette année, sauf en Chine, qui constitue une exception notable. Le dollar des États-Unis s'est modérément apprécié en termes effectifs nominaux depuis janvier, et dans des économies de marché émergentes aux prises avec une forte inflation, la valeur de la monnaie a nettement diminué par rapport au dollar⁶.

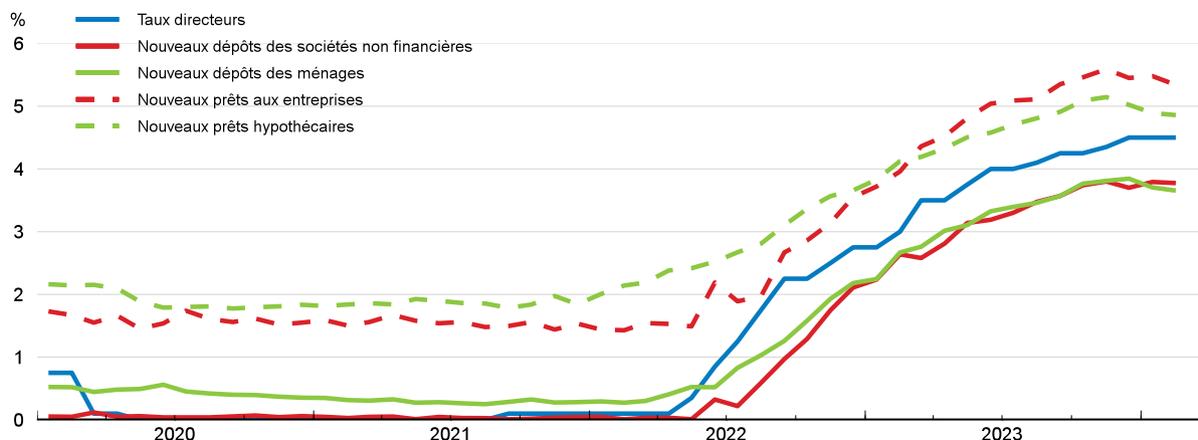
Certains signes montrent que la transmission du resserrement de la politique monétaire sur les conditions de crédit est peut-être terminée dans la plupart des économies avancées. Les taux des prêts bancaires aux entreprises et des crédits hypothécaires aux ménages ont légèrement baissé récemment (graphique 1.10), de même que les taux de rémunération des dépôts des ménages, ce qui laisse à penser que les hausses antérieures des taux directs sont déjà intégrées. Le durcissement des critères d'octroi des prêts a également reculé dans beaucoup de grandes économies pour les prêts aux sociétés non financières, et a même totalement disparu dans certaines économies de la zone euro pour les crédits hypothécaires aux ménages⁷. Des facteurs liés à l'offre comme à la demande contribuent à expliquer l'atonie persistante de la croissance du crédit dans les économies avancées, bien que des signes de stabilisation soient en train d'apparaître (graphique 1.11, partie A). La croissance du crédit a commencé à se redresser au Brésil et au Mexique en termes réels (graphique 1.11, partie B), grâce à une reprise de la demande de prêts et au fait que le mouvement de hausse des taux directs a pris fin plus tôt dans ces pays.

⁶ En Argentine, un réalignement sensible du taux de change bilatéral officiel avec le dollar des États-Unis a eu lieu en décembre, dans le cadre des efforts déployés pour rétablir la stabilité macroéconomique du pays ; il s'est traduit par une dévaluation de 54 % de la monnaie nationale.

⁷ Les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire montrent également que la baisse de la demande de crédit des entreprises et des ménages a ralenti dans les économies avancées.

Graphique 1.10. Les taux débiteurs et créditeurs des banques ont cessé d'augmenter dans les économies avancées

Taux médians dans les économies avancées



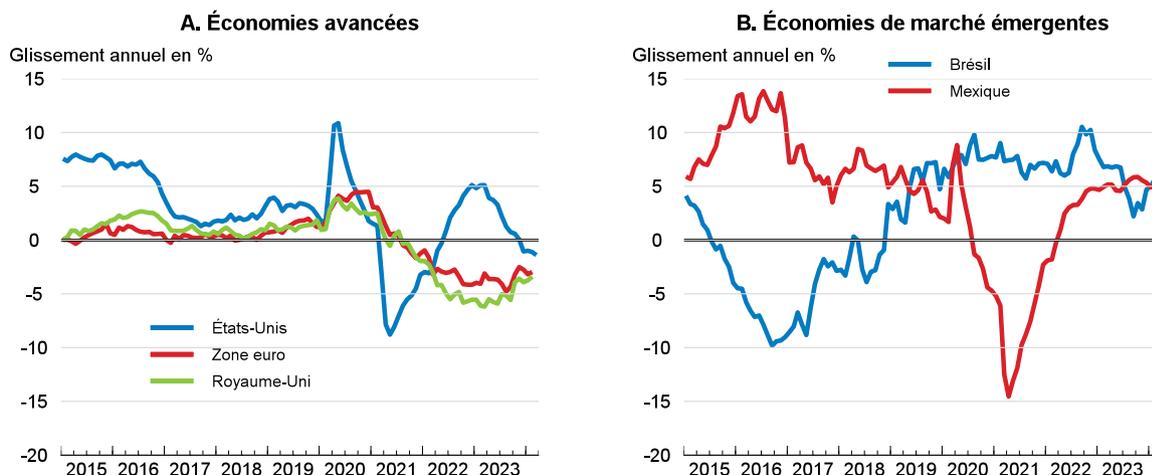
Note : Les économies avancées sont l'Allemagne, l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. Pour calculer le niveau médian des taux créditeurs, on utilise les taux offerts pour les États-Unis, la Norvège et la Nouvelle-Zélande, et les chiffres relatifs aux dépôts englobent tous les secteurs (sans distinction entre les entreprises et les ménages) pour les États-Unis, le Japon et la Nouvelle-Zélande.

Source : Banque du Canada ; Banque d'Angleterre ; Banque du Japon ; Banque nationale du Danemark ; Banque centrale européenne ; Agence japonaise de financement du logement (*Japan Housing Finance Agency*) ; Banque de réserve de Nouvelle-Zélande ; Bureau central des statistiques (SCB) de Suède ; Banque nationale suisse ; Réserve fédérale des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/tloix8>

Graphique 1.11. La dynamique récente du crédit a varié considérablement entre les économies

Encours de crédit aux ménages et aux entreprises



Note : Corrigé de l'indice national des prix à la consommation. Pour les États-Unis, l'encours de crédit correspond aux prêts et aux crédits-bails. Source : Banco Central do Brasil ; Banco de México ; Bank of England ; Banque centrale européenne ; US Federal Reserve ; et calculs de l'OCDE.

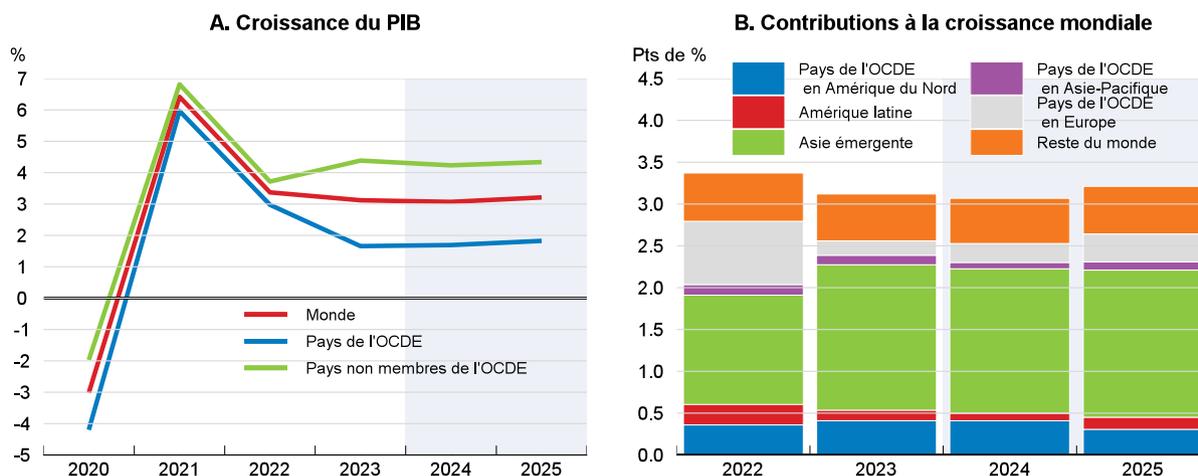
StatLink  <https://stat.link/5i7uhm>

Projections

La croissance mondiale, qui a ralenti au second semestre de 2023, devrait se stabiliser puis se redresser légèrement en 2024-25. Cela tient en partie à une évolution de l'activité économique meilleure qu'on ne s'y attendait aux États-Unis et dans certaines économies de marché émergentes. Plus globalement, une désinflation plus rapide que prévu quelques mois auparavant devrait se traduire par un assouplissement généralisé des politiques monétaires, concomitant à la convergence de l'inflation vers les objectifs visés par les banques centrales. Cela devrait permettre un redressement durable des revenus réels et stimuler les dépenses qui sont sensibles aux taux d'intérêt. Des mesures de relance plus ambitieuses par les pouvoirs publics en Chine devraient également contribuer à soutenir la demande intérieure, malgré l'atonie persistante du secteur immobilier, les annonces récentes laissant augurer des émissions supplémentaires d'obligations d'État de l'ordre de 1 ¼ pour cent du PIB au total en 2024. En Europe, la croissance a été faible récemment, mais le recul de l'inflation observé ces derniers mois devrait contribuer à favoriser une amélioration de l'activité. La croissance du PIB mondial devrait être de 3.1 % en 2024 et augmenter légèrement pour s'établir à 3.2 % en 2025, après avoir été de 3.1 % en 2023 (graphique 1.12 ; tableau 1.1). Ce rythme est plus lent que celui observé au cours de la décennie antérieure à la crise financière mondiale, mais proche des estimations actuelles des taux de croissance potentielle, tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes.

La poursuite prévue du recul de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente devrait permettre aux banques centrales de commencer à abaisser leurs taux directeurs cette année dans de nombreuses économies, même si les taux réels conserveront un caractère restrictif (dans la mesure où ils seront supérieurs à leur niveau neutre estimé) pendant un certain temps. Parallèlement, un resserrement modeste de la politique budgétaire devrait avoir lieu dans la plupart des pays de l'OCDE, de sorte que l'orientation globale des politiques macroéconomiques devrait être restrictive. Les politiques budgétaire et monétaire devraient conserver une orientation expansionniste en Chine, mais au Brésil, en Inde et dans plusieurs autres grandes économies de marché émergentes, les taux d'intérêt directeurs devraient diminuer et la politique budgétaire être légèrement restrictive en 2024 et 2025.

Graphique 1.12. La croissance mondiale devrait rester modeste



Note : Dans la partie B, la catégorie « Asie émergente » recouvre la Chine, l'Inde, l'Indonésie et les économies dynamiques d'Asie (Hong Kong (Chine), Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois, Thaïlande et Viet Nam). La catégorie « Amérique latine » comprend l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique et le Pérou. Les contributions au PIB mondial sont calculées à l'aide de pondérations variables fondées sur les PIB des différentes économies mesurés à parité de pouvoir d'achat (PPA).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/bymqta>

Les perspectives des grandes économies et régions sont les suivantes :

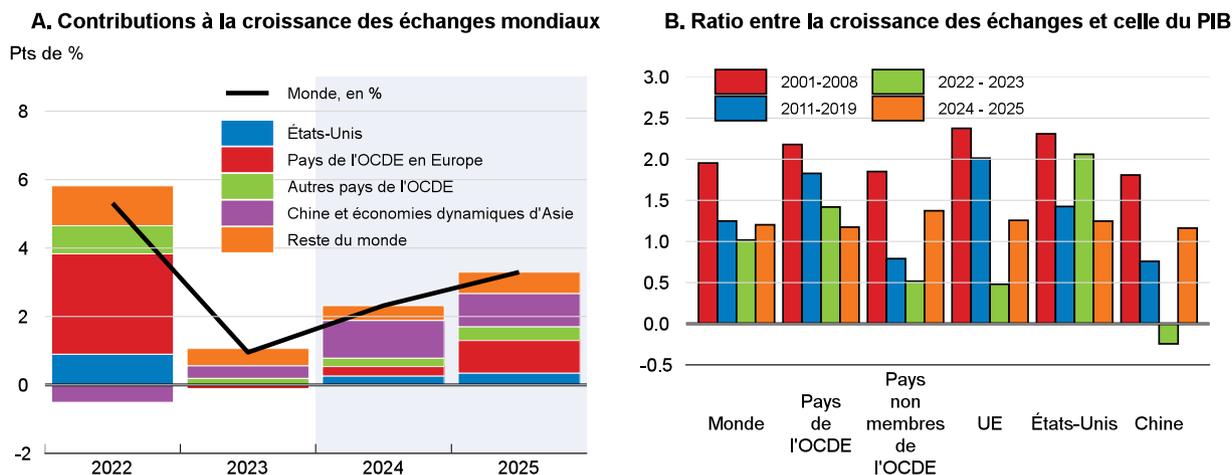
- Aux États-Unis, la hausse du niveau des coûts d'emprunt et la dissipation de l'effet de soutien sur l'activité provenant de l'augmentation des prix des actifs et de l'utilisation de l'excès d'épargne accumulé par les ménages devraient modérer la demande intérieure à la mi-2024, malgré la résilience du marché du travail. L'assouplissement progressif de la politique monétaire devrait contribuer à un redressement à partir de la fin de 2024 et se poursuivant en 2025. En rythme annuel, la croissance du PIB devrait s'établir à 2.6 % en 2024 et à 1.8 % en 2025. L'effet induit par la hausse des taux d'intérêt reste plus visible au Canada, en particulier sur le marché du logement. Un redressement des revenus réels, une poursuite de la croissance rapide de la population et un renforcement de la demande extérieure devraient favoriser la croissance du PIB qui devrait passer de 1.0 % en 2024 à 1.8 % en 2025, le PIB par habitant commençant à augmenter en 2025. L'inflation est maintenant en passe d'atteindre l'objectif de la banque centrale aux États-Unis comme au Canada. Tant l'inflation globale que l'inflation sous-jacente devraient converger vers 2 % en 2025 dans ces deux pays.
- Au Japon, la croissance économique devrait se redresser régulièrement après le premier trimestre de 2024, la demande intérieure étant soutenue par l'accélération de la croissance des salaires réels, la poursuite de la politique monétaire accommodante et des baisses d'impôts temporaires. Le PIB devrait augmenter de 0.5 % en 2024 et de 1.1 % en 2025. L'inflation globale mesurée par les prix à la consommation devrait fléchir et converger vers l'objectif de 2 %, à mesure que les aides publiques arriveront à expiration et que la croissance des salaires s'accélénera. L'économie coréenne devrait enregistrer une croissance de 2.6 % en 2024 et de 2.2 % en 2025, grâce à la reprise de la demande mondiale de semi-conducteurs et à un redressement progressif de la demande intérieure, tandis que la politique monétaire prendra une orientation moins restrictive. L'inflation globale devrait rester aux alentours de 3 % à court terme avant de reculer pour revenir au niveau de l'objectif d'ici à la fin de 2024.
- La zone euro et le Royaume-Uni ont terminé l'année 2023 en récession, mais la dissipation des effets du choc négatif majeur lié aux prix de l'énergie de 2022, un redressement des revenus réels des ménages, la situation tendue des marchés du travail et les réductions des taux d'intérêt directs devraient contribuer à un rebond progressif. La zone euro devrait enregistrer une croissance de 0.7 % en 2024 et de 1.5 % en 2025, sachant que plusieurs États membres devraient bénéficier d'un rythme plus rapide de décaissement des fonds de la facilité pour la reprise et la résilience. Au Royaume-Uni, la croissance devrait remonter à 0.4 % en 2024 et à 1.0 % en 2025, ce redressement plus modeste étant imputable à une orientation plus restrictive des politiques macroéconomiques et à une légère hausse de l'inflation en 2024, même si, comme dans la zone euro, l'inflation devrait avoir convergé vers l'objectif à la fin de 2025.
- En Chine, la croissance du PIB ne devrait que modestement ralentir pour s'établir à 4.9 % en 2024 et à 4.5 % en 2025, malgré l'effet de freinage exercé par l'ajustement en cours dans le secteur immobilier. La croissance devrait être soutenue par l'orientation expansionniste des politiques macroéconomiques, notamment par une ample relance budgétaire en 2024 des investissements dans les infrastructures, ainsi que par le redressement de la demande extérieure. L'inflation devrait rester faible, s'établissant en moyenne à 0.3 % en 2024 et à 1.3 % en 2025.

- L'Inde et l'Indonésie devraient continuer de bénéficier d'une expansion économique globalement stable et rapide au cours des deux prochaines années. En Inde, la vigueur de l'investissement et l'amélioration de la confiance des entreprises devraient alimenter une croissance du PIB réel légèrement supérieure à 6 ½ pour cent tant au cours de l'exercice budgétaire 2024-25 que de l'exercice 2025-26, malgré une croissance relativement faible de la consommation privée. L'économie indonésienne devrait continuer d'enregistrer une croissance d'un peu plus de 5 % cette année et la suivante. Le principal moteur de la croissance devrait être les dépenses des ménages, soutenues par l'amélioration de la confiance, l'adoption attendue d'une orientation budgétaire légèrement accommodante, et une baisse des taux d'intérêt. Dans chacune de ces deux économies, l'inflation globale devrait fléchir et se rapprocher de l'objectif visé par la banque centrale d'ici à la fin de 2025, à condition que les prix des produits alimentaires soient épargnés par de nouvelles perturbations découlant de phénomènes météorologiques extrêmes.
- Malgré des politiques monétaires restrictives, la croissance a relativement bien résisté au Brésil et au Mexique, grâce à la résilience des marchés du travail. Au Mexique, la croissance devrait s'établir à 2.2 % en 2024 et à 2.0 % en 2025, soutenue par le dynamisme de l'investissement dans les infrastructures publiques cette année et par la poursuite des relocalisations de proximité d'activités manufacturières. Au Brésil, la production devrait augmenter de 1.9 % cette année et de 2.1 % en 2025, sous l'effet des dépenses des ménages et du soutien apporté aux revenus par la croissance de l'emploi et la revalorisation du salaire minimum. La politique monétaire devrait rester restrictive dans chacune de ces deux économies, mais continuer de s'assouplir progressivement à mesure que l'inflation se modérera, celle-ci revenant vers l'objectif retenu par la banque centrale au cours de l'année prochaine.

La croissance des échanges mondiaux devrait se redresser en même temps que celle du PIB au cours des deux prochaines années, de sorte que les volumes d'échanges (de biens et de services) devraient augmenter de 2.3 % en 2024 et de 3.3 % en 2025. La poursuite d'une croissance régulière aux États-Unis, les mesures de relance mises en œuvre actuellement en Chine et un redressement des échanges dans les économies dynamiques d'Asie figurent parmi les principaux déterminants conjoncturels du rebond attendu du commerce, en particulier en 2024 (graphique 1.13, partie A). Les échanges de services continueront de se redresser régulièrement, notamment en Chine. Le fléchissement de la demande d'importations en Inde est responsable du recul de la contribution des autres économies non membres de l'OCDE à la croissance des échanges mondiaux en 2024⁸. En 2025, la diminution du coût du financement des échanges et un redressement progressif de l'investissement, en particulier en Europe, étayeront davantage le commerce. Une croissance plus équilibrée entre les activités manufacturières et les services devrait contribuer à augmenter l'intensité commerciale de la croissance du PIB en 2024-25. À la fin de 2025, l'ouverture commerciale (mesurée par le ratio des échanges au PIB) à l'échelle mondiale devrait être supérieure de 0.3 point de pourcentage à son niveau du dernier trimestre de 2023, si bien que le rapport entre la croissance des échanges mondiaux et celle du PIB mondial serait proche de son niveau d'avant 2019 (graphique 1.13, partie B).

⁸ Le phénomène El Niño et les interdictions d'exportation décrétées en Inde ont fait diminuer les exportations de riz, mais l'évolution de la production mondiale de céréales devrait être positive (FAO, 2024).

Graphique 1.13. La croissance des échanges mondiaux devrait se redresser peu à peu



Note : La mesure des volumes d'échanges est fondée sur la moyenne des volumes d'importations et d'exportations. Dans la partie A, la catégorie des « économies dynamiques d'Asie » regroupe Hong Kong (Chine), la Malaisie, les Philippines, Singapour, le Taipei chinois, la Thaïlande et le Viet Nam. Dans la partie B, l'élasticité des échanges est mesurée à l'aide du ratio entre la croissance des échanges mondiaux et celle du PIB mondial, mesurés en USD constants de 2015. L'agrégat « Union européenne (UE) » comprend les 22 pays de l'OCDE qui sont membres de l'UE ainsi que la Bulgarie, la Croatie et la Roumanie, et il inclut les échanges intra-UE. L'année 2013 n'est pas prise en compte dans le calcul de la moyenne de l'UE sur la période 2011-2019.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/nyxv5a>

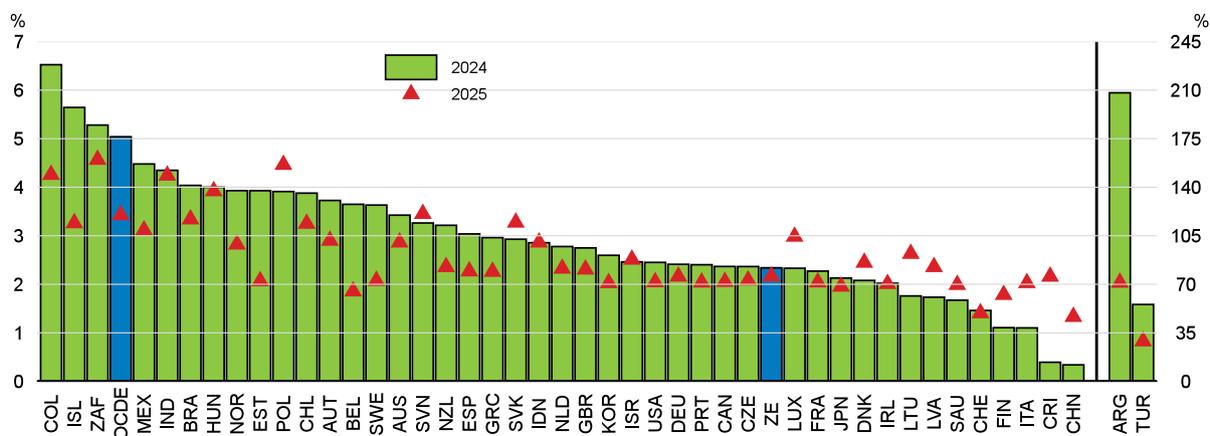
La croissance persistante de l'emploi et les gains de salaires réels entretiendront la progression des revenus des ménages et de leurs dépenses en termes réels dans la plupart des économies avancées. Néanmoins, l'excès d'épargne accumulé par les ménages devrait généralement rester important. La croissance de la population active devrait ralentir légèrement, tout en demeurant juste en deçà de 1 % dans la zone OCDE cette année, favorisée dans certains pays par la persistance d'une forte immigration : la population active devrait augmenter de 2 % environ en Australie, au Canada, en Irlande et en Nouvelle-Zélande. Cela augmentera la production potentielle et contribuera à modérer encore la progression des salaires nominaux.

Dans la zone OCDE, le taux de chômage moyen devrait augmenter marginalement en 2024-25 pour s'établir à 5 %, dans un contexte où la croissance de l'emploi devrait ralentir pour passer de 1 ¼ pour cent en 2023 à environ ¾ pour cent par an en moyenne sur la période 2024-25. Le redressement de la croissance de la productivité du travail prévu cette année et la suivante, conjugué à un fléchissement de la croissance des salaires nominaux sur fond de recul de l'inflation, devrait permettre de limiter l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans la zone OCDE considérée dans son ensemble, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait refluer de 4 ½ pour cent en 2023 à moins de 3 % en 2024, avant de passer juste en deçà de la barre des 2 % en 2025. Les marges bénéficiaires des entreprises devraient par ailleurs diminuer dans plusieurs pays, contribuant à réduire la croissance des coûts unitaires totaux.

De manière générale, l'inflation devrait converger vers les objectifs visés par les banques centrales d'ici à la fin de 2025 dans la plupart des économies avancées, même si elle pourrait demeurer supérieure à 2 ½ pour cent dans certaines petites économies européennes (graphique 1.14). Les baisses antérieures des prix des matières premières contribueront à maintenir les hausses des coûts des intrants intermédiaires et l'inflation des biens à des niveaux modestes cette année, malgré l'augmentation des coûts de transport maritime. Le ralentissement prévu de la croissance des coûts unitaires réduira également les tensions inflationnistes, en particulier dans les secteurs de services. Dans les grandes économies de marché émergentes, les taux d'inflation devraient évoluer de manière plus disparate. Très élevés initialement, les taux d'inflation enregistrés en Argentine et en Türkiye devraient diminuer en 2024-25, tout en restant à deux chiffres à la fin de cette période. L'inflation devrait rester très faible en Chine et refluer peu à peu vers l'objectif visé par les autorités dans la plupart des autres économies.

Graphique 1.14. L'inflation devrait diminuer au cours des deux années à venir

Inflation mesurée par les prix à la consommation



Note : L'échelle de droite correspond à l'Argentine et à la Türkiye, et l'échelle de gauche à tous les autres pays. Ce graphique se fonde sur l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*) pour les États-Unis ; l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour l'agrégat « zone euro », les États membres de la zone euro et le Royaume-Uni ; et l'indice national des prix à la consommation pour chacun des autres pays. Pour l'Inde, les projections se rapportent aux exercices budgétaires, qui débutent en avril.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/o2piur>

Risques

Les risques géopolitiques restent élevés

Les vives tensions géopolitiques demeurent un risque à la baisse important à court terme, surtout si les conflits en cours au Moyen-Orient devaient s'intensifier et provoquer des perturbations sur les marchés de l'énergie et financiers. Ainsi, la proportion des échanges mondiaux passant par le détroit d'Ormuz est d'environ 30 % pour le pétrole et 20 % pour le gaz naturel liquéfié (GNL), et il n'existe pas d'autre possibilité d'acheminer ces volumes jusqu'aux marchés auxquels ils sont destinés (AIE, 2024). Il est peu probable que le conflit interrompe totalement la circulation des produits énergétiques empruntant le détroit, mais même des perturbations de courte durée des échanges de produits énergétiques seraient lourdes de conséquences (AIE, 2024).

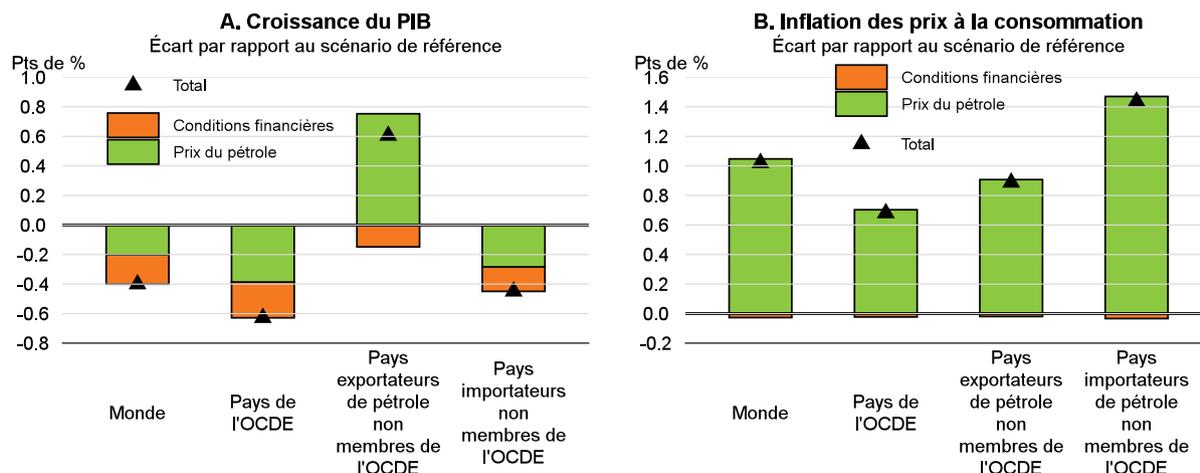
Un scénario illustratif fondé sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute's Global Econometric Model*) souligne les répercussions à court terme que pourrait avoir une flambée inattendue des cours du pétrole. Ce scénario repose sur l'hypothèse d'une hausse des prix du pétrole de 25 % en moyenne la première année puis de 10 % la deuxième année, le premier trimestre du choc étant marqué par une envolée initiale des cours de 40 %. Cette flambée initiale ramènerait brièvement les prix du pétrole au niveau des pics qui avaient été observés immédiatement après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Il est également supposé que les conditions financières mondiales se durcissent, en raison d'une réévaluation des risques consécutive au choc, ce qui se traduit par une baisse de 10 % des cours des actions à l'échelle mondiale et une augmentation des primes de risque sur les investissements. Les taux d'intérêt directs restent des variables endogènes dans toutes les économies.

- La croissance de la production mondiale diminue de 0.4 point de pourcentage la première année du scénario (graphique 1.15, partie A), le fléchissement des revenus réels et le durcissement des conditions financières pesant sur les dépenses de consommation et l'investissement. Les économies avancées sont assez durement touchées par le choc financier. En revanche, une amélioration des termes de l'échange renforce la production dans les grandes économies exportatrices de pétrole non membres de l'OCDE.
- L'inflation mondiale augmente de 1 point de pourcentage la première année du choc (graphique 1.15, partie B), les effets les plus sensibles étant observés dans les économies de marché émergentes et en développement qui importent du pétrole. Cela tient au poids relativement important de l'énergie dans le panier de l'indice des prix à la consommation dans ces pays.
- Les autorités monétaires relèvent les taux d'intérêt directs de 50 points de base environ dans de nombreuses économies afin de garantir l'ancrage des anticipations d'inflation, sachant que les anticipations d'inflation à court terme du secteur privé sont relativement sensibles aux variations des cours du pétrole.
- Il est supposé que les gouvernements laissent jouer les stabilisateurs budgétaires automatiques pour amortir l'impact du choc, mais qu'ils n'adoptent par ailleurs aucune mesure discrétionnaire d'aide budgétaire en faveur des ménages pour compenser l'augmentation des coûts énergétiques. Toute aide de ce type contribuerait à soutenir les revenus réels des ménages, mais elle alourdirait encore une charge de la dette déjà croissante dans de nombreux pays.

L'effet d'une intensification des conflits en cours au Moyen-Orient et de l'envolée des prix de l'énergie qui en résulterait pourrait être amplifié, si cela contribuait encore sensiblement à une hausse des coûts de transport maritime et accentuait la mesure dans laquelle cette augmentation des coûts est répercutée sur les prix des importations. Ainsi, des dégâts subis par des navires pétroliers ou méthaniers passant par le détroit d'Ormuz dégraderaient nettement l'équilibre du marché mondial des services de transport offerts par ces bâtiments, qui est déjà très tendu. Cela accentuerait les augmentations des coûts de transport maritime et retarderait les livraisons physiques de pétrole, même si des navires continuaient à emprunter le détroit. En outre, si les risques pesant sur le transport maritime via la mer Rouge s'intensifiaient, la proportion de navires empruntant la route plus longue qui contourne le cap de Bonne-Espérance pourrait augmenter encore. L'utilisation d'importantes plaques tournantes faisant la jonction entre transports aérien et maritime au Moyen-Orient, qui relie l'Asie à l'Europe en matière d'échanges, pourrait aussi être entravée. De telles perturbations réduiraient encore la croissance globale et la capacité des fournisseurs de s'adapter aux chocs.

Graphique 1.15. Une flambée des prix du pétrole tirerait l'inflation vers le haut et pèserait sur la croissance

Effets sur la première année



Note : Effet simulé d'une hausse inattendue de 25 % des prix du pétrole la première année, caractérisée par une envolée initiale de 40 % le premier trimestre, conjuguée à une hausse de 50 points de base des primes de risque sur les investissements à l'échelle mondiale et à une baisse moyenne de 10 % des cours des actions dans l'ensemble des pays. Les barres vertes indiquent l'effet direct de la hausse des prix du pétrole, et les barres orange les effets supplémentaires induits par l'augmentation des primes de risque et la diminution des cours des actions.
Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute Global Econometric Model*).

StatLink  <https://stat.link/1o296x>

L'inflation pourrait se révéler plus persistante que prévu

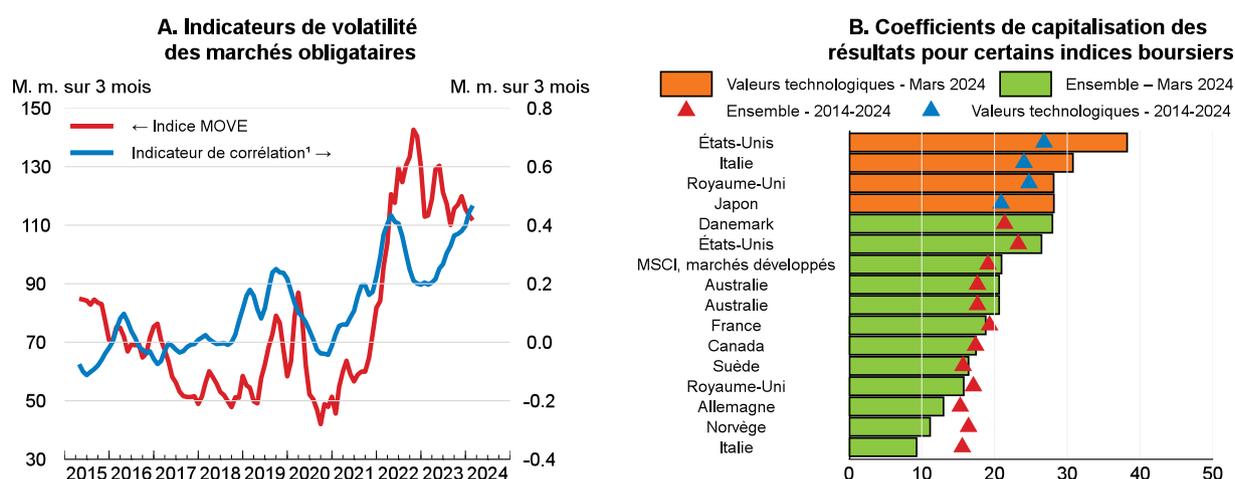
Un risque connexe essentiel réside dans la possibilité que le processus de désinflation en cours soit plus lent qu'on ne l'anticipe. Dans les projections de référence, tant l'inflation sous-jacente que l'inflation globale continuent de diminuer en 2024-25. Une absence de flambée des prix de l'énergie ou des matières premières alimentaires est attendue, tandis que la progression des coûts unitaires devrait ralentir, sur fond de redressement de la croissance de la productivité, de modération des hausses de salaires et de diminution des marges. Dans ce scénario, le taux d'augmentation des prix des services, sur lesquels le coût du travail exerce une influence disproportionnée, diminue régulièrement pour retrouver son niveau normal (celui d'avant la pandémie) en 2025. La diminution prévue de l'inflation coïncide avec des anticipations d'inflations demeurant ancrées aux alentours des objectifs visés par les banques centrales.

Néanmoins, dans la « dernière ligne droite », la désinflation poursuivie par les banques centrales pourrait malgré tout s'avérer plus lente et plus difficile qu'elle ne l'a été jusqu'à présent. En sus des risques liés aux conflits en cours au Moyen-Orient, de nouvelles flambées des prix de l'énergie ou des produits alimentaires pourraient aussi se produire si les pays signataires de l'accord OPEP+ – à savoir les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et 10 pays partenaires – accentuaient leurs baisses de production, ou si un phénomène météorologique extrême ou un conflit affectait des approvisionnements en produits alimentaires essentiels. La croissance des coûts unitaires pourrait aussi accélérer rapidement, si le redressement prévu des gains de productivité ne se concrétise pas, si le rythme de progression des salaires reste plus élevé qu'attendu, ou si les marges continuent d'augmenter. Dans ces cas-là, les anticipations d'inflation risqueraient de dériver à la hausse, de sorte que les autorités monétaires auraient davantage de difficultés pour ramener l'inflation vers l'objectif. Dans un tel scénario, les banques centrales devraient continuer à mener plus longtemps une politique monétaire restrictive, ce qui accentuerait le risque d'affaiblir sensiblement la demande et de faire chuter les cours des obligations et des actions.

Les marchés financiers restent exposés au risque d'un réajustement soudain des cours

Les marchés financiers se sont montrés jusqu'ici résilients face au durcissement des politiques monétaires. Des vulnérabilités subsistent néanmoins, un réajustement rapide des cours de certains actifs risquant de se produire si les anticipations de baisses futures des taux d'intérêt se révélaient trop optimistes. Les taux d'intérêt restent volatils à l'échelle mondiale, et l'incertitude sur l'ampleur future et le calendrier des modifications des taux d'intérêt directs reste importante (graphique 1.16, partie A ; BRI, 2024). Si les anticipations des marchés concernant des réductions prochaines des taux directs se révèlent infondées, les primes de risque et d'échéance pourraient augmenter, ce qui entraînerait une correction marquée sur les marchés obligataires.

Graphique 1.16. Les risques d'une correction marquée des prix des actifs restent élevés



Note : Dans la partie A, l'indice MOVE (*Merrill Lynch Option Volatility Estimate*) est un indice pondéré de la courbe des rendements représentant la volatilité implicite normalisée des options à 1 mois sur les valeurs du Trésor, pondérée selon les contrats sur les échéances 2, 5, 10 et 30 ans. La ligne bleue représente la corrélation sur 12 mois glissants entre les variations mensuelles des cours des obligations et les indices de variations inattendues de l'inflation (ISI, *Inflation Surprise Indices*) de la banque Citi (qui les mesure en calculant l'écart entre les niveaux effectif et anticipé de l'inflation). Les variations non-anticipées de l'inflation et les cours des obligations sont mesurés en valeur absolue. Une corrélation élevée tend à indiquer que les cours des obligations réagissent fortement aux variations non-anticipées de l'inflation. L'échantillon utilisé comprend les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Partie B : Pour chaque marché boursier, le coefficient de capitalisation des résultats (CCR) est calculé en divisant le cours de l'action par le bénéfice par action de toutes les sociétés cotées sur le marché considéré. Un CCR supérieur à son niveau moyen sur la période 2014-24 indique que le coefficient de capitalisation des résultats est élevé par rapport à sa moyenne rétrospective, et laisse donc entrevoir la possibilité d'une surévaluation des actions. Les barres orange et vertes représentent la moyenne des valeurs journalières relevées en mars 2024. La moyenne de la période 2014-24 est celle des valeurs journalières enregistrées entre mars 2014 et mars 2024.

1. Indicateur de corrélation entre les cours des obligations et les variations non-anticipées de l'inflation.

Source : LSEG ; Citi ; et calculs de l'OCDE.

Un réajustement des prix pourrait également avoir lieu dans d'autres catégories d'actifs. La volatilité des cours des actions reste faible, mais la valorisation de ces titres semble excessive au regard de certains indicateurs, ce qui accentue les risques de réajustement des cours si les anticipations relatives aux taux d'intérêt changent ou si la croissance se révèle décevante. Les coefficients de capitalisation des résultats (CCR) sont supérieurs à leur niveau moyen au cours de la dernière décennie sur plusieurs marchés – notamment aux États-Unis –, en particulier dans le secteur des technologies, où les rendements futurs sont particulièrement incertains (graphique 1.16, partie B). L'éventualité d'une correction marquée des cours subsiste, en cas de matérialisation de risques à la baisse. Les tensions observées sur les marchés au printemps de 2023 qui ont affecté le secteur bancaire dans plusieurs pays

ont rappelé que les fluctuations des cours et de la liquidité des actifs financiers pouvaient rapidement mettre au jour des facteurs sous-jacents de vulnérabilité des bilans.

Les effets décalés du resserrement monétaire pourraient aussi mettre en évidence des vulnérabilités

Il existe également des risques que les effets décalés des mesures antérieures prises par les autorités monétaires sur la croissance et l'emploi puissent s'avérer plus importants que prévu, et entraînent un ralentissement économique, tout en mettant au jour des vulnérabilités financières. La répercussion des hausses antérieures des taux directeurs sur les taux débiteurs des banques semble être globalement terminée. Néanmoins, leur transmission à l'activité économique a été atténuée jusqu'ici dans certains pays par l'importance de l'épargne accumulée pendant la pandémie par les ménages et les entreprises, ainsi que par la mesure dans laquelle les entreprises et les ménages ont pu emprunter au cours des années précédentes, alors que les taux d'intérêt étaient exceptionnellement bas.

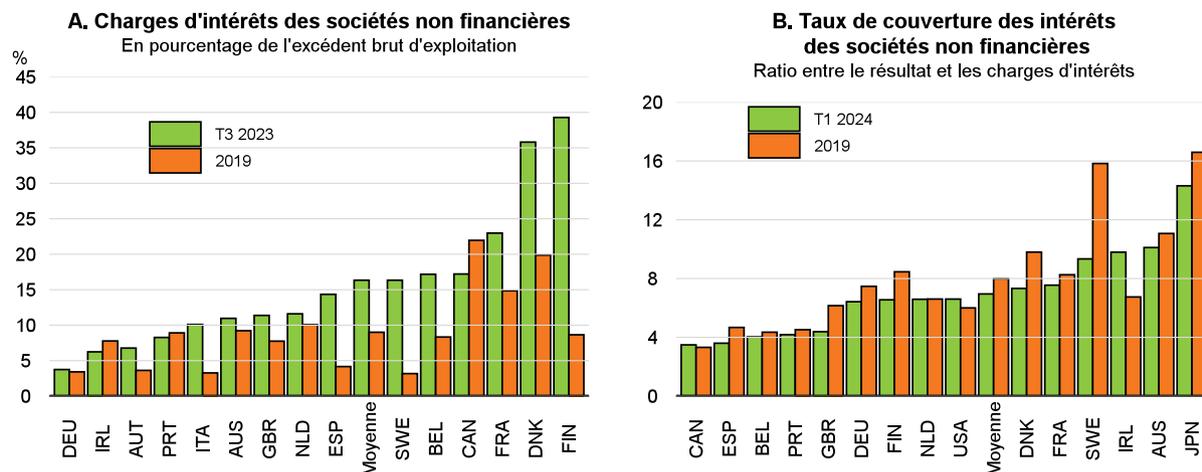
Tandis que les renégociations de taux d'emprunt se multiplieront, ou que des dettes arriveront à échéance et seront remplacées par de nouveaux prêts, les effets du resserrement des politiques monétaires pourraient se faire de plus en plus sentir. La montée des taux d'intérêt se traduit déjà par un alourdissement des charges d'intérêts payées par les ménages, qui sont passées de 1.6 % de leur revenu disponible en 2019 en moyenne dans les économies avancées à 4.2 % au troisième trimestre de 2023. Les risques qui pèsent sur les ménages sont particulièrement importants dans les pays où les crédits hypothécaires sont essentiellement assortis de taux variables, notamment, en Australie, au Canada, en Finlande et en Pologne, ainsi que dans les pays où les taux sont fixes pour une période relativement brève, étant donné qu'une proportion potentiellement plus importante des revenus sera consacrée au paiement des charges d'intérêts au cours des trimestres à venir⁹.

Compte tenu de l'ampleur de l'endettement des entreprises et du coût élevé du service de leur dette constatés dans plusieurs pays, une dégradation continue des bilans pourraient être observée. Les obligations d'entreprise sont majoritairement émises à taux fixe, mais environ 30 % de l'encours de la dette des entreprises dans les économies avancées doit arriver à échéance d'ici à 2026, et cette proportion est encore plus élevée dans les économies de marché émergentes (OCDE, 2024b). La qualité de la dette des entreprises s'est par ailleurs dégradée au fil du temps, puisqu'une proportion plus importante de cette dette est maintenant classée par les agences de notation dans la catégorie spéculative, ou assortie de la note la plus basse dans la catégorie investissement. Dans les économies avancées, les charges d'intérêts des sociétés non financières ont atteint en moyenne 15.1 % de leur excédent d'exploitation au troisième trimestre de 2023, alors qu'elles s'établissaient à 9 % en 2019 (graphique 1.17, partie A). Le ratio global de couverture des intérêts a aussi diminué (graphique 1.17, partie B). En outre, les faillites d'entreprises continuent d'augmenter. On pouvait s'y attendre compte tenu de leur niveau extrêmement faible après la pandémie, mais dans certains pays, notamment au Canada, en France et au Royaume-Uni, le nombre de faillites est maintenant plus élevé qu'avant la pandémie¹⁰.

⁹ Certaines estimations laissent à penser qu'au Canada, en l'absence d'augmentation de ses revenus, le ménage médian pourrait devoir consacrer un montant supplémentaire correspondant à 4 % de ses revenus avant impôt au remboursement de son prêt hypothécaire d'ici à la fin de 2027 (teNyenhuus et Su, 2023).

¹⁰ Dans un scénario où les taux d'intérêt resteraient supérieurs à leur niveau de 2022 au cours des années à venir, l'augmentation de la proportion de sociétés cotées à l'échelle mondiale pouvant se trouver en difficulté financière serait comprise entre 6 et 11 points de pourcentage (OCDE, 2024b).

Graphique 1.17. Les bilans des entreprises pourraient se dégrader



Note : Dans la partie A, les charges d'intérêts sont exprimées en proportion de l'excédent brut d'exploitation et des revenus mixtes. Dans la partie B, le taux de couverture des intérêts est le ratio du résultat avant intérêts et impôts aux charges d'intérêts ; c'est un indicateur de la capacité de payer les charges d'intérêts en utilisant les flux de trésorerie.

Source : LSEG ; base de données des Comptes nationaux de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

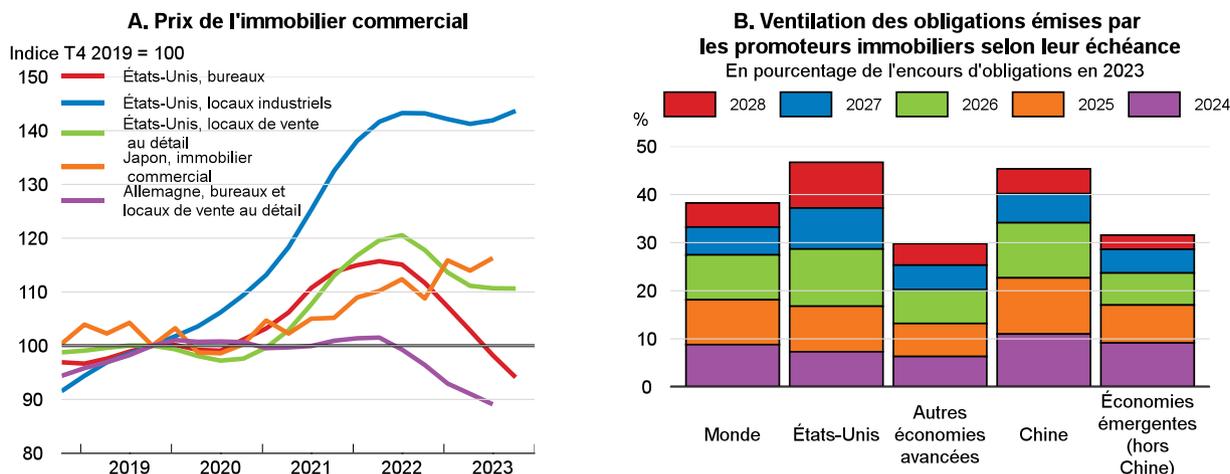
StatLink  <https://stat.link/g3zc1r>

L'augmentation des défaillances (défauts de paiement) et des faillites pourrait se traduire par de lourdes pertes sur prêts pour les banques et les établissements financiers non bancaires. Dans certains pays, la baisse des prix de l'immobilier résidentiel et commercial, en particulier de l'immobilier de bureau (graphique 1.18, partie A), et les difficultés connexes de remboursement d'emprunt pèsent déjà sur les bilans des banques, des sociétés d'investissement immobilières et d'autres investisseurs non bancaires. Les risques de correction de grande ampleur restent importants sur les marchés de l'immobilier de bureau, où les évolutions structurelles associées au télétravail se conjuguent à l'impact de la hausse des taux d'intérêt. Les défaillances sur titres adossés à des créances hypothécaires commerciales, en particulier pour les titres adossés à des prêts garantis par des biens immobiliers de bureau, ont augmenté récemment, et environ 40 % des obligations d'entreprise émises par des promoteurs immobiliers arriveront à échéance d'ici à 2028 (graphique 1.18, partie B).

Les banques restent exposées à des risques de duration, dans l'hypothèse où des taux d'intérêt plus élevés que prévu ou de nouveaux retraits de dépôts entraîneraient de soudaines variations de prix et des ventes forcées d'actifs. Cela se traduirait par un durcissement des conditions des crédits accordés aux ménages et aux entreprises. Les établissements financiers non bancaires restent également exposés à des tensions pouvant résulter des déséquilibres en liquidité dans leurs portefeuilles, sachant que des appels de marge et de garantie risqueraient d'entraîner des liquidation d'actifs avec de lourdes pertes en valeur de marché. Les pertes enregistrées par les établissements financiers non bancaires pourraient rapidement se répercuter sur les banques, compte tenu de l'ample exposition directe et indirecte de ces dernières, ce qui se traduirait par une généralisation des tensions financières¹¹. Les organismes de placement collectif, qui représentent aujourd'hui près de 20 % des actifs financiers mondiaux, sont fortement exposés aux marchés d'obligations d'entreprise, dans la mesure où ils détiennent environ un quart des obligations émises par des sociétés non financières aux États-Unis et environ un tiers de ces mêmes titres dans la zone euro. Environ deux cinquièmes de ces obligations d'entreprise sont classées par les agences de notation dans la catégorie spéculative, et se caractérisent par des risques de défaillance relativement élevés (OCDE, 2024b).

¹¹ Les établissements financiers non bancaires ont pris une importance grandissante dans le système financier mondial et représentaient environ 47 % des actifs financiers mondiaux en 2022 (CSF, 2023).

Graphique 1.18. Les vulnérabilités s'accroissent sur les marchés de l'immobilier commercial



Note : Dans la partie A, les données relatives aux États-Unis correspondent à des indices de prix de l'immobilier commercial fondés sur les transactions élaborées par MSCI, qui mesurent les variations effectives des prix pour quatre grandes catégories d'immobilier commercial selon une méthode de ventes répétées reposant sur des régressions. Pour l'Allemagne et le Japon, les données relatives aux prix de l'immobilier commercial proviennent de la Banque des règlements internationaux. Dans la partie B, les données sont calculées à partir des obligations émises par des promoteurs immobiliers dans 36 économies avancées et 46 économies de marché émergentes.

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

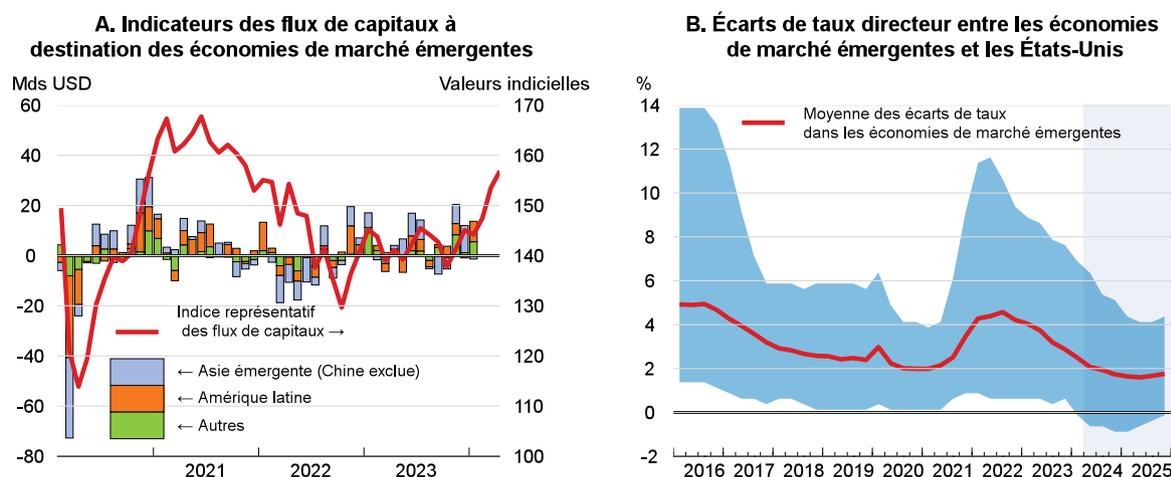
StatLink  <https://stat.link/tx1eu9>

La réduction des écarts de taux directeur par rapport aux économies avancées et l'augmentation de la dette constituent des risques majeurs dans les économies de marché émergentes et en développement

Les économies de marché émergentes ont été résilientes dans un environnement de taux d'intérêt élevés à l'échelle mondiale. La croissance du PIB a été plus forte que prévu, l'inflation a diminué dans la plupart des pays, et les investisseurs étrangers sont généralement restés sur les marchés obligataires locaux. Les flux de capitaux à destination des économies de marché émergentes, hormis la Chine, se sont accrus au cours de l'année écoulée, ce qui s'est traduit par des entrées nettes d'investissements de portefeuille dans la catégorie des actions et surtout des obligations (graphique 1.19, partie A). Les entrées d'investissement direct étranger (IDE) dans de nombreuses grandes économies de marché émergentes, en particulier au Brésil et dans d'autres économies d'Amérique latine, ont aussi relativement bien résisté. La Chine constitue une exception notable, puisque les entrées d'IDE dans le pays ont nettement ralenti, et les entrées d'investissements de portefeuille reflètent les préoccupations persistantes relatives au secteur immobilier. Les primes de risque souverain restent élevées pour les pays dont la dette est classée par les agences de notation dans la catégorie spéculative, mais elles sont généralement faibles pour les autres économies au regard de l'expérience passée. Sur fond d'alourdissement du coût du service de la dette, environ la moitié des pays à faible revenu et de nombreux pays à revenu intermédiaire sont soit surendettés, soit jugés fortement exposés au risque de surendettement (Banque mondiale, 2024).

Les écarts de taux d'intérêt par rapport aux économies avancées demeurent importants, ce qui favorise les entrées d'investissements de portefeuille, mais les différentiels de taux directeur par rapport aux États-Unis devraient continuer de se réduire au cours des trimestres à venir (graphique 1.19, partie B). Le risque est que cela provoque des sorties de capitaux et éventuellement des dépréciations monétaires, surtout si les taux d'intérêt demeurent plus élevés pendant plus longtemps que prévu dans les économies avancées. Les économies de marché émergentes caractérisées par une lourde dette publique ou des coûts de financement élevés pourraient aussi être exposées si le coût du service de la dette augmentait encore, ce qui pourrait compromettre leur accès aux marchés financiers. Dans de nombreuses économies caractérisées par de forts écarts de rendement des obligations souveraines, une échéance moyenne de la dette publique relativement courte exacerbe les risques de refinancement (voir ci-après). Plusieurs économies à faible revenu ayant une note de crédit médiocre ont vu leurs coûts d'emprunt augmenter fortement au cours de l'année écoulée, et se voient maintenant appliquer des taux d'intérêt supérieurs de plus de 500 points de base à ceux des États-Unis.

Graphique 1.19. La réduction des écarts de taux d'intérêt pourrait déboucher sur des sorties de capitaux dans les économies de marché émergentes



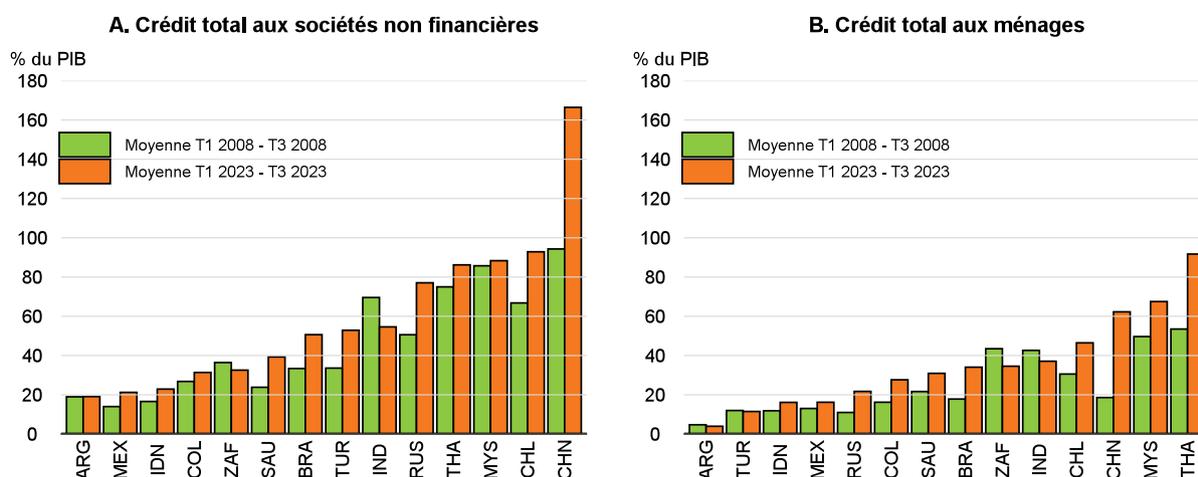
Note : La partie A montre les entrées brutes d'investissements de portefeuille tirées de l'ensemble de données de l'OCDE sur les flux de capitaux mensuels pour 20 économies de marché émergentes regroupées en trois zones géographiques, ainsi que l'indice Bloomberg représentatif des flux de capitaux. Ce dernier est un indice composite mensuel qui reflète les performances de différentes catégories d'actifs, négociés sur les marchés des matières premières, des actions, des obligations d'État libellées en devises et des changes. La valeur de l'indice augmente en cas d'entrées de capitaux dans les économies de marché émergentes, et diminue en cas de sorties de capitaux. Dans la partie B, la ligne rouge représente l'écart entre le niveau moyen des taux directeurs de 11 économies de marché émergentes et celui des États-Unis. La zone bleue indique l'intervalle entre le plus élevé et le plus faible des écarts de taux directeur mesurés par rapport aux États-Unis pour ces 11 économies de marché émergentes.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; ensemble de données de l'OCDE sur les flux de capitaux mensuels ; Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/dexaqz>

Dans les économies de marché émergentes où la dette du secteur privé est élevée et essentiellement libellée en devises, une dépréciation de la monnaie pourrait également alourdir nettement le coût du service de la dette pour les entreprises et les ménages. La dette des entreprises et celle des ménages ont fortement augmenté dans certains pays au cours des 15 dernières années (graphique 1.20), et une forte proportion de ces dettes est libellée en devises, en particulier dans les économies d'Amérique latine¹². La dette obligataire des entreprises chinoises représentait près d'un cinquième de l'encours total mondial en 2023 (OCDE, 2024b). En Argentine, en Indonésie, au Mexique et en Türkiye, plus de la moitié de l'encours des titres d'emprunt des entreprises était libellé en devises en 2023. Plus de la moitié de la dette des entreprises des économies de marché émergentes devrait arriver à échéance au cours des trois prochaines années, ce qui comporte des risques de refinancement (OCDE, 2024b). En moyenne, la dette des ménages est plus faible que celle des entreprises et son échéance est plus longue, mais elle s'est aussi accrue rapidement dans certaines économies depuis 2008, notamment en Chine, en Malaisie et en Thaïlande (graphique 1.20, partie B).

Graphique 1.20. La dette privée a rapidement augmenté dans plusieurs économies de marché émergentes



Note : Le crédit total recouvre les prêts bancaires et les titres de créance émis par tous les secteurs de l'économie.

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

StatLink  <https://stat.link/izq0la>

L'évolution de la croissance en Chine est incertaine

La Chine est un moteur essentiel de l'expansion de l'économie mondiale. Même si la croissance de la Chine a ralenti, son poids grandissant dans l'économie mondiale signifie que sa contribution à la croissance mondiale demeure considérable¹³. L'évolution de l'expansion économique de la Chine est donc un risque essentiel qui entoure les projections de croissance mondiale : chaque point de pourcentage d'écart à la baisse entre le niveau prévu de la croissance du PIB chinois et son niveau effectif a pour effet direct une réduction du taux de croissance mondiale de 0.2 point de pourcentage environ, qui serait amplifiée par d'éventuels effets indirects découlant d'un resserrement des conditions financières (OCDE, 2023b).

¹² Mesurée en proportion du produit intérieur brut, la dette des entreprises a augmenté de 14 points de PIB en moyenne depuis 2008.

¹³ Cette contribution a été plus importante en 2023, où la croissance de l'économie chinoise s'est établie à 5.2 %, qu'elle ne l'avait été au cours des années 2000, où le taux de croissance était environ deux fois plus élevé.

En l'état actuel des projections, la Chine devrait enregistrer en 2024-25 des taux de croissance plus élevés qu'on ne l'anticipait précédemment. Malgré l'effondrement en cours de l'important secteur immobilier chinois et la persistance des problèmes d'endettement, on estime que les mesures de relance monétaire et budgétaire en compenseront les effets, au moins à court terme, permettant à la croissance du PIB et des échanges de conserver un rythme soutenu. Il existe des risques de divergence à la baisse comme à la hausse par rapport à ces projections. L'ampleur effective de la relance budgétaire pourrait être en deçà des montants annoncés, ou elle pourrait correspondre uniquement à une redistribution de la dette publique entre les administrations centrale et locales, et ne s'accompagner que d'une augmentation modeste, voire nulle, des dépenses publiques totales. Dans ce cas, la croissance de la Chine pourrait s'avérer nettement plus faible que prévu, en particulier en 2025. Néanmoins, de nouvelles émissions obligataires de grande ampleur en 2025, allant au-delà de celles qui sont déjà prévues, pourraient se traduire par une croissance plus forte que prévu. Cela aurait des répercussions modestes mais positives sur certains partenaires commerciaux de la Chine, même si cela ferait aussi augmenter encore la dette publique chinoise, aggravant les difficultés futures.

Risques de divergence à la hausse

Un certain nombre de scénarios pourraient se traduire par des taux de croissance plus élevés que prévu au cours des deux prochaines années. Une nouvelle baisse des prix de matières premières essentielles, notamment des produits énergétiques, ferait baisser l'inflation plus rapidement que prévu. Les baisses de production auxquelles ont procédé jusqu'ici les pays signataires de l'accord OPEP+ ont seulement enrayé la diminution des cours du pétrole, et un effondrement de la discipline au sein du cartel, un changement d'orientation du producteur d'appoint que constitue l'Arabie saoudite, ou une croissance inattendue de la production des pays non signataires de l'accord OPEP+ (en particulier des États-Unis et du Brésil) pourrait tirer vers le bas les cours du pétrole. En outre, si l'Union européenne (UE) continuait d'accomplir des progrès aussi rapides en matière d'augmentation de sa production d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables que ceux observés en 2022-23, la demande mondiale de combustibles fossiles pourrait être plus modeste qu'on ne l'anticipe¹⁴. Dans le même ordre d'idées, une modération plus rapide que prévu des tensions géopolitiques, notamment au Moyen-Orient, représenterait un léger choc positif, qui aurait pour effet de réduire l'incertitude ainsi que les coûts et les retards dans le secteur du transport maritime. Une poursuite plus rapide que prévu de l'atténuation des contraintes qui affectent l'offre sur les marchés du travail, découlant de la persistance d'une croissance vigoureuse de la main-d'œuvre, contribuerait également à la désinflation.

La croissance de la demande pourrait également s'avérer plus forte que prévu, notamment dans les économies avancées, si les ménages et les entreprises puisaient de manière plus importante dans l'épargne accumulée pendant la pandémie. Selon les estimations, l'épargne excédentaire accumulée par les ménages à la fin de 2023 équivalait à 10 % ou plus du revenu disponible dans de nombreuses économies, dont le Japon et la zone euro (Barnard et Ollivaud, 2024). Les projections reposent sur l'hypothèse que les taux d'épargne des ménages ne varieront guère en 2024-25, mais si l'excès d'épargne était utilisé, la croissance de la consommation privée serait plus forte que prévu, bien que cela pourrait aussi ralentir la désinflation.

¹⁴ Compte tenu de l'évolution de sa consommation de gaz depuis 2022, l'UE est en bonne voie pour atteindre les ambitieux objectifs fixés à cet égard dans le cadre du plan REPowerEU, si bien qu'il ne serait plus nécessaire d'importer du gaz naturel liquéfié (GNL) à l'horizon 2030. La consommation de charbon de l'UE pour la production d'électricité a aussi sensiblement diminué en 2023.

Politiques publiques

La politique monétaire devrait rester prudente pour garantir une désinflation durable

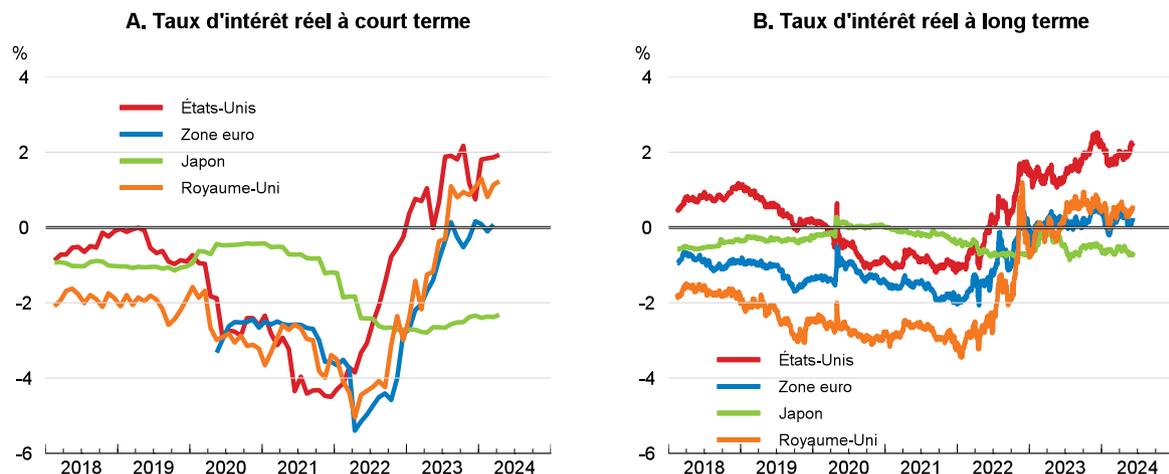
Ces derniers mois, les taux directeurs sont restés inchangés dans la plupart des grandes économies avancées. Toutefois, des baisses de taux ont eu lieu dans plusieurs économies d'Europe centrale et en Suisse, et la politique de taux d'intérêt négatifs et le contrôle de la courbe des taux d'intérêt ont pris fin au Japon, où la fourchette retenue comme objectif de taux directeur a été fixée aux alentours de 0 % à 0.1 %. Les taux d'intérêt réels anticipés restent supérieurs à leur niveau standard d'avant la pandémie, à l'exception notable du Japon, où la politique monétaire demeure accommodante malgré sa récente révision (graphique 1.21). La réduction du bilan des banques centrales, essentiellement due à la diminution de leur portefeuille d'obligations liée au resserrement quantitatif, s'est poursuivie suivant des trajectoires clairement communiquées et s'est intensifiée dans certaines juridictions. Les effets cumulés des mesures de resserrement monétaire déjà prises ont continué de se répercuter sur l'activité économique et sur les marchés du logement et du crédit.

La politique monétaire doit rester prudente de façon à garantir que les tensions inflationnistes sous-jacentes seront durablement maîtrisées. Si l'inflation continue de fléchir, un abaissement des taux directeurs nominaux pourra être amorcé, mais l'orientation de la politique monétaire devrait rester restrictive pendant un certain temps. Le rythme et l'ampleur des baisses des taux directeurs seront fonction des données et pourront varier d'un pays à l'autre selon la conjoncture économique. La poursuite de la résorption des déséquilibres sur les marchés du travail et la diminution des tensions sur les coûts et les prix dans les secteurs des services, où l'inflation se révèle plus persistante, seront des facteurs déterminants.

Compte tenu des projections d'évolution de l'inflation et de la croissance, les taux directeurs de toutes les grandes économies avancées, à l'exception du Japon, devraient commencer à baisser cette année (graphique 1.22).

- Aux États-Unis, le taux cible des fonds fédéraux devrait commencer à baisser au troisième trimestre de 2024 pour s'établir à 3¾-4 % d'ici à la fin de 2025, l'inflation devant avoir convergé vers 2 % à cette échéance. Le portefeuille d'obligations devrait diminuer encore tout au long de la période 2024-25, suivant une trajectoire annoncée à l'avance.
- Dans la zone euro, les baisses de taux directeurs devraient commencer à l'été 2024, le taux de la facilité de dépôt diminuant à 2.5 % d'ici la fin de 2025. La diminution du portefeuille d'obligations de l'Eurosystème devrait s'accélérer, les remboursements des titres acquis par la BCE dans le cadre de son programme d'achats d'actifs n'étant pas réinvestis et les remboursements des titres acquis dans le cadre de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie cessant progressivement d'être réinvestis au cours du second semestre de 2024.
- Au Japon, le taux directeur devrait augmenter progressivement pour s'établir à 0.75 % d'ici à la fin de 2025, l'inflation sous-jacente se stabilisant aux alentours de 2 % et l'écart de production devenant positif. La politique monétaire devrait néanmoins conserver une orientation accommodante, et les taux d'intérêt réels demeurer négatifs jusqu'à la fin de 2025.
- Les réductions des taux directeurs devraient débiter au second semestre de 2024 en Australie, au Canada, en Corée et au Royaume-Uni. Les portefeuilles d'obligations des banques centrales devraient continuer de diminuer dans chacun de ces pays sauf en Corée.

Graphique 1.21. Les taux d'intérêt réels anticipés restent élevés dans la plupart des pays

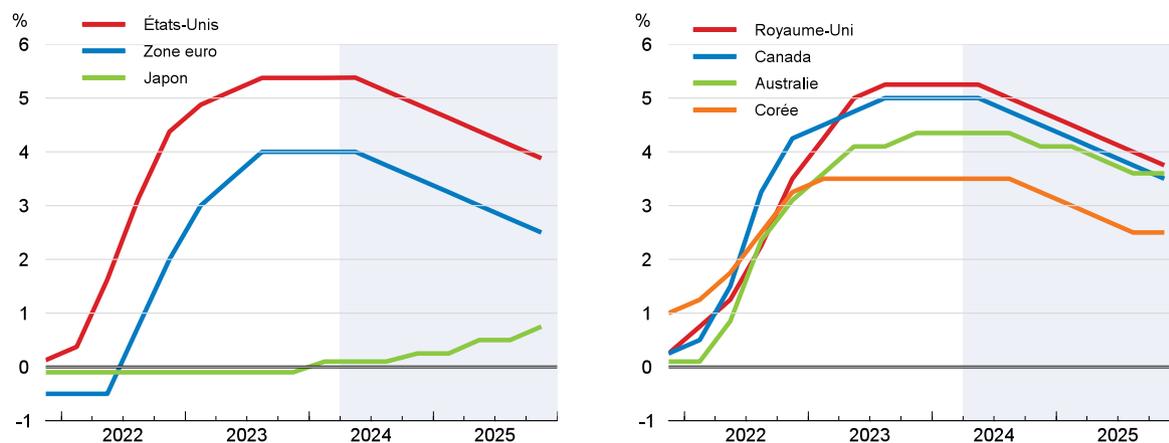


Note : Dans la partie A, les taux d'intérêt réels à court terme sont calculés à l'aide des rendements nominaux des obligations d'État à un an et des anticipations d'inflation à un an : des consommateurs aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni ; des entreprises qui participent à l'enquête Tankan au Japon. Dans la partie B, les taux d'intérêt réels à long terme correspondent aux rendements des obligations à 10 ans indexées sur l'inflation.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; Banque d'Angleterre ; Banque du Japon ; Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Banque centrale européenne ; Université du Michigan ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/u1w93p>

Graphique 1.22. Les taux directeurs devraient diminuer cette année dans la plupart des grandes économies avancées



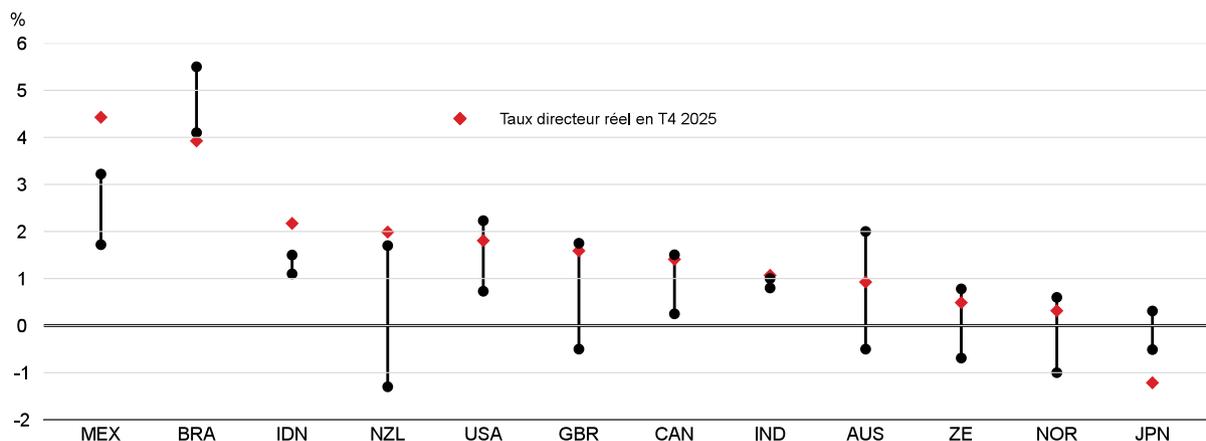
Note : La partie A représente le point médian de la fourchette retenue comme objectif pour les fonds fédéraux aux États-Unis et le taux de la facilité de dépôt pour la zone euro.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <https://stat.link/5214jo>

À moyen terme, les efforts des banques centrales visent à réduire les taux d'intérêt directeurs à un niveau correspondant au taux d'intérêt réel neutre, c'est-à-dire le taux auquel l'orientation de la politique monétaire n'est ni accommodante ni restrictive. Toutefois, ce taux est une variable non observée et est difficile à évaluer, les estimations récentes variant généralement entre -1 % et 2 % dans les économies avancées et atteignant des valeurs plus élevées pour certains marchés émergents (graphique 1.23). L'extrapolation de la tendance à la baisse observée ces dernières décennies dans les estimations du taux neutre s'avère fastidieuse. Le vieillissement démographique et la faiblesse de la croissance de la production potentielle maintiendront les taux à un bas niveau, mais une augmentation des émissions de dette publique et un possible renforcement de la demande d'investissement pour réaliser la transition climatique pourraient exercer des tensions à la hausse sur les taux neutres. D'ici à la fin de 2025, les taux directeurs réels devraient généralement avoir convergé vers les fourchettes d'estimations des taux neutres, même s'ils devraient souvent rester à un niveau proche de la limite supérieure de celles-ci, voire au-dessus. Même si les taux réels continuent de baisser, les taux directeurs nominaux peuvent demeurer à des niveaux plus élevés qu'avant la pandémie si l'inflation se stabilise au niveau de l'objectif retenu au lieu de s'établir de manière persistante en deçà, comme cela avait été le cas au cours de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale.

Graphique 1.23. Dans la plupart des économies, les taux directeurs réels devraient converger vers les estimations des taux neutres



Note : Pour chaque pays ou territoire, le graphique présente une fourchette estimative du taux neutre réel (valeur minimale et valeur maximale), compris comme un taux d'intérêt réel à court terme d'équilibre à long terme. Les valeurs minimales et maximales proviennent des estimations suivantes : l'estimation du modèle Holston-Laubach-Williams (HLW) (Banque fédérale de réserve de New York, 2023) et l'estimation du modèle Lubik-Matthes (LM) (Banque fédérale de réserve de Richmond, 2023) pour le T4 2023 pour les États-Unis ; les estimations du modèle HLW et LM pour le T3 2023 (Benigno et al., 2024) pour la zone euro ; l'estimation du modèle HLW pour le T4 2021 (FMI, 2023a) et l'estimation du modèle d'équilibre général dynamique stochastique (EGDS) pour la période 2013-17 (Okazaki et Sudo, 2018) pour le Japon ; la fourchette des estimations à partir de modèles relatifs à la structure des taux d'intérêt fondés sur des données couvrant une période se terminant à la fin mars 2017 (Bank of England, 2018) pour le Royaume-Uni ; la limite inférieure des estimations en termes nominaux de la Banque du Canada pour 2023 corrigée par l'objectif d'inflation de 2 % (Banque du Canada, 2024), et l'estimation du modèle HLW pour le T4 2021 (FMI, 2023a) pour le Canada ; la fourchette des estimations pour 2022 (Ellis, 2022) pour l'Australie ; la fourchette des estimations du taux officiel de l'argent au jour le jour neutre réel (Reserve Bank of New Zealand, 2022) pour la Nouvelle-Zélande ; la fourchette des estimations obtenues par modélisation pour 2021 (Meyer et al., 2022) pour la Norvège ; la fourchette des estimations pour le T1 2023 (Banco Central do Brasil, 2023) pour le Brésil ; la fourchette des estimations moyennes à long terme (Carrillo et al., 2018) pour le Mexique ; la fourchette des estimations du modèle LW pour le T4 2021 (Reserve Bank of India, 2022) pour l'Inde ; et la fourchette des estimations du modèle HLW pour le T2 2022 et du modèle de la courbe des rendements de Basdevant, Björkstén et Karagedikli pour le T4 2022 (FMI, 2023b) pour l'Indonésie. Le taux directeur réel prévu au T4 2025 est calculé à partir du taux directeur nominal corrigé de l'inflation sous-jacente annuelle sur la période T4 2024-T4 2025 (hormis dans les cas de l'Inde et de l'Indonésie pour lesquelles l'inflation globale est utilisée).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/gkhr3o>

Jusqu'à présent, le resserrement quantitatif s'est déroulé sans heurts, les importantes réductions de portefeuilles d'obligations n'impliquant qu'un léger durcissement des conditions financières et facilitant le passage à une orientation plus restrictive de la politique monétaire. Toutefois, l'incertitude demeure quant à sa durée et à son impact potentiel une fois que les taux directeurs commenceront à baisser. La coexistence probable d'un resserrement quantitatif et d'une baisse des taux directeurs, avec des effets potentiellement opposés sur les rendements à long terme et les conditions financières plus généralement, pourrait être source d'incertitude en l'absence de communication claire. On estime que les annonces récentes de mesures de resserrement quantitatif ont fait augmenter les rendements des obligations souveraines de 4 à 8 points de base, soit un effet bien moindre (en valeur absolue) que les estimations des baisses antérieures de rendement résultant de l'assouplissement quantitatif, sans perturbation significative du fonctionnement des marchés financiers (Du et al., 2024). Toutefois, il est difficile, notamment en raison des risques de tensions sur la liquidité, de déterminer le niveau optimal de réserves pour la conduite de la politique monétaire, autour duquel le resserrement quantitatif devrait ralentir puis s'arrêter (Lopez-Salido et VissingJorgensen, 2023).

La politique budgétaire doit faire face aux tensions croissantes pour assurer la viabilité de la dette

Les projections budgétaires pour 2024-25 reposent sur les mesures annoncées par les gouvernements et sur les évaluations des projets actuels réalisées par l'OCDE (annexe 1.A). Un léger resserrement budgétaire est attendu dans de nombreux pays, les pouvoirs publics commençant à reconstituer des marges de manœuvre budgétaires. Le niveau médian du solde primaire sous-jacent des économies avancées de l'OCDE devrait s'améliorer de 0.3 point de PIB potentiel en 2024 et de 0.4 point en 2025.

- Aux États-Unis, l'orientation de la politique budgétaire devrait se resserrer légèrement cette année, ce qui contribuera à modérer la demande intérieure. Le déficit primaire sous-jacent devrait rester élevé, mais se réduire pour s'établir à 3.5 % du PIB potentiel en 2024 (soit une amélioration de 0.5 point de pourcentage).
- Dans la zone euro, le déficit primaire sous-jacent devrait diminuer de 1 ½ pour cent du PIB potentiel en termes cumulés sur la période 2024-25. Cela s'explique par le retrait progressif des aides énergétiques, ainsi que par l'assainissement budgétaire dans de grandes économies comme l'Allemagne et la France¹⁵.
- Au Japon, l'important déficit primaire sous-jacent devrait se réduire, passant d'environ 3.9 % du PIB potentiel en 2023 à 2.3 % du PIB en 2025, compte tenu du fait que les aides énergétiques doivent être progressivement supprimées. L'augmentation des dépenses consacrées à la défense et à l'aide aux familles avec enfants, conjuguée à des baisses temporaires de l'impôt sur le revenu et de la taxe de résidence locale sur les personnes physiques, limitera cependant l'amélioration globale du solde budgétaire.
- L'orientation de la politique budgétaire devrait se durcir en 2024-25 au Canada, en Corée et au Royaume-Uni, alors qu'elle devrait rester globalement neutre en Australie. Parmi les petites économies, une amélioration sensible du solde primaire sous-jacent de 2 ½ pour cent du PIB ou plus est prévue en Hongrie et en Islande. À l'inverse, au Danemark et au Portugal, une expansion budgétaire de 1 ½ pour cent du PIB potentiel est attendue sur la période 2024-25.

¹⁵ En Italie, une modification du traitement comptable des crédits d'impôt accordés au titre de l'amélioration des logements contribue à une réduction significative du déficit primaire sous-jacent estimé sur la période 2024-25.

Malgré ces mesures, le ratio de la dette publique au PIB devrait continuer d'augmenter dans plusieurs économies de l'OCDE. L'endettement brut des administrations publiques de l'ensemble des pays de l'OCDE devrait s'établir à 117 % du PIB à la fin de 2025, soit environ 42 points de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la crise financière mondiale. Compte tenu du niveau élevé de la dette et de la hausse des taux d'intérêt, le coût du service de la dette publique continuera d'augmenter à mesure que les titres de dette émis à des taux bas arriveront à échéance et seront remplacés par de nouvelles émissions à rendement plus élevé. Dans l'économie avancée médiane, la hausse prévue du ratio des charges d'intérêts sur le PIB est de 0.5 point de pourcentage sur la période 2021-2025. Les résultats resteront néanmoins très variables d'un pays à l'autre. Certains pays, comme le Portugal, ont réussi à contenir la croissance des charges d'intérêts en réduisant leur dette publique. Dans d'autres pays, la récente et rapide hausse du coût des charges d'intérêts sur la dette indexée sur l'inflation se modérera à mesure que l'inflation s'atténuera. Les tensions à la hausse sur le service de la dette devraient perdurer au-delà de 2025, car, dans de nombreux pays, les taux d'intérêt à long terme devraient dépasser pendant un certain temps les taux d'intérêt moyens qui s'appliquent à l'encours total de la dette publique.

La hausse des taux d'intérêt pèse également sur les finances publiques via les pertes des banques centrales. Au cours des 15 dernières années, les réserves des banques commerciales détenues auprès de la banque centrale, généralement rémunérées au taux directeur ou à un taux proche de celui-ci, ont considérablement augmenté, en grande partie en contrepartie de l'assouplissement quantitatif. Le resserrement de la politique monétaire opéré depuis 2021 a entraîné de fortes hausses des charges d'intérêts des banques centrales (graphique 1.24), ce qui s'est traduit par des pertes financières¹⁶. Le coût de la rémunération des réserves restera probablement élevé pendant un certain temps, même si le resserrement quantitatif et les réductions prévues des taux directeurs contribueront à en réduire l'ampleur. Si les pertes des banques centrales ne se répercutent généralement pas intégralement sur les soldes budgétaires, elles impliquent que sur une période prolongée leurs versements au Trésor soient réduits ou nuls et même, dans certaines économies, que ce dernier leur verse une indemnisation.

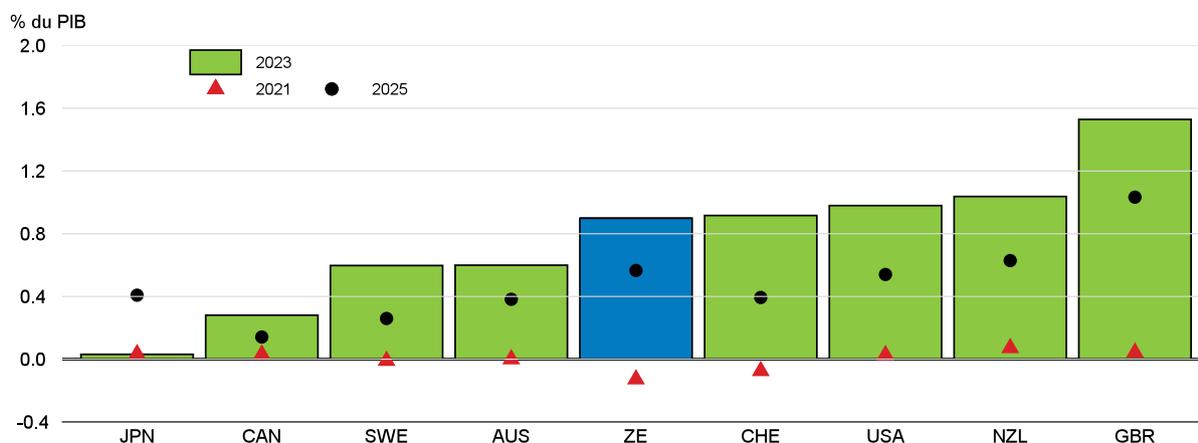
Les tensions budgétaires devraient se renforcer dans les années à venir. En l'absence d'ajustement compensatoire de la politique budgétaire, le niveau médian des engagements financiers nets des administrations publiques rapportés au PIB des pays du G7 pourrait augmenter de 70 points de pourcentage d'ici à 2040 (OCDE, 2023a). À politiques inchangées, le vieillissement de la population se traduira par une augmentation sensible des dépenses publiques de retraite, de santé et de soins de longue durée dans de nombreuses économies avancées, représentant environ un tiers de la hausse des ratios dette/PIB prévue d'ici à 2040. La persistance de déficits budgétaires structurels et des coûts de refinancement plus élevés que par le passé constituent d'autres sources majeures de tensions sur la dette qui pourraient s'exercer à l'avenir. L'augmentation des dépenses de défense prévue dans de nombreux pays et les mesures d'atténuation du changement climatique et d'adaptation à ses effets rendront probablement encore plus difficile la constitution de marges de manœuvre budgétaires¹⁷.

¹⁶ Dans certains pays, en particulier en Europe, la hausse des charges d'intérêts des banques centrales rapportées au PIB depuis 2021 a dépassé celle des charges d'intérêts des administrations publiques en pourcentage du PIB.

¹⁷ Depuis 2022, les dépenses de défense ont augmenté plus rapidement que le PIB dans de nombreux pays de l'OCDE, notamment en Europe centrale et orientale. D'autres pays ont l'intention d'augmenter les dépenses de défense dans les années à venir. Parmi ceux qui mettent en œuvre des plans détaillés à moyen terme à cet effet, la France, l'Allemagne et le Japon visent des hausses des dépenses de défense représentant respectivement 0.4, 0.7 et 1 % du PIB (OCDE, 2023b).

Graphique 1.24. Les paiements effectués par les banques centrales au titre des réserves ont augmenté fortement

Charges d'intérêts sur les réserves auprès des banques centrales



Note : Les charges d'intérêts sont estimées en multipliant les soldes des réserves à la fin de chaque mois par les taux d'intérêt qui s'appliquent à chacune de ces dates. Il est tenu compte des systèmes de rémunération des réserves par paliers, mais ces estimations restent stylisées et indicatives. Elles reposent sur l'hypothèse que les soldes et les taux restent inchangés pendant un mois et que les périodes de constitution des réserves ne coïncident pas avec les mois calendaires. Pour chaque pays, les proches substituts des réserves suivants sont pris en compte : les opérations de pension pour les États-Unis, la facilité de dépôt pour la zone euro et les certificats de dette pour la Suède. L'estimation des charges d'intérêts en 2025 repose sur les hypothèses suivantes : les soldes des réserves, y compris leurs proches substituts, diminuent au même rythme que les avoirs en obligations en 2024 et restent constants en termes nominaux en 2025 ; les avoirs en obligations diminuent conformément aux mesures de resserrement quantitatif annoncées par les différentes banques centrales jusqu'au 24 avril 2024 (pour le Japon et la Suisse, qui ne mettent pas en œuvre une politique de resserrement quantitatif, les réserves sont supposées rester constantes en termes nominaux sur toute la période 2024-25) ; les taux d'intérêt qui s'appliquent aux réserves et à leurs proches substituts évoluent en fonction des variations des taux directeurs prévues dans les présentes *Perspectives économiques*.

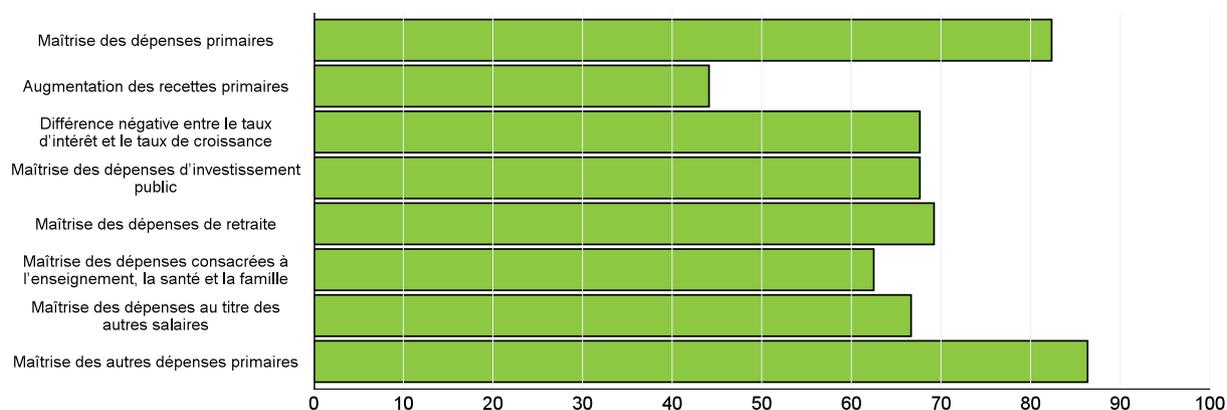
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; Banque du Canada ; Banque d'Angleterre ; Banque du Japon ; Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Banque centrale européenne ; Banque de réserve d'Australie ; Banque de réserve de Nouvelle-Zélande ; Banque de Suède ; Banque nationale suisse ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/oregqs>

La réduction durable du ratio dette publique/PIB a généralement impliqué que les gouvernements limitent la croissance de leurs dépenses pour maintenir leur solde budgétaire primaire en excédent pendant plusieurs années, cette limitation des dépenses étant souvent couplée à une croissance du PIB supérieure au taux d'intérêt sur la dette publique (OCDE, 2023a ; graphique 1.25). Dans de nombreux cas antérieurs, la diminution durable des dépenses primaires en pourcentage du PIB a nécessité une maîtrise des dépenses dans des domaines politiquement sensibles tels que les retraites, les salaires de la fonction publique et les subventions, ainsi qu'une réduction de l'investissement public. Réduire le ratio dette publique/PIB de cette manière pourrait s'avérer plus difficile pour les pays qui seront confrontés à des tensions croissantes sur les dépenses, en particulier si les taux d'intérêt réels ne reviennent pas à leurs niveaux passés, qui étaient faibles par rapport à la croissance du PIB. En 2025, la plupart des économies de l'OCDE devraient encore enregistrer des déficits budgétaires primaires, notamment les États-Unis, le Japon et la zone euro considérée dans son ensemble. Alors que l'inflation revient vers son objectif et que la politique monétaire devient peu à peu moins restrictive, de nombreux pays devront faire des efforts d'assainissement supérieurs à ceux actuellement prévus s'ils veulent ramener leur ratio d'endettement sur une trajectoire descendante.

Graphique 1.25. L'expérience passée montre qu'il est difficile de réduire le poids de la dette

Distribution des épisodes antérieurs de réduction de la dette dans les économies de l'OCDE selon leurs déterminants, en pourcentage



Note : Le graphique indique le pourcentage des 34 épisodes de réduction de la dette intervenus dans les économies de l'OCDE entre la fin des années 1970 et 2019 qui relève de chaque catégorie de déterminant. Les épisodes de réduction de la dette sont définis à l'annexe 1.B. de l'OCDE (2023a). Ce graphique se fonde sur les éléments recensés dans les graphiques 1.B.1, 1.B.2 et 1.B.3 de l'OCDE (2023a). L'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et la croissance du PIB correspond à la somme des barres orange et violettes du graphique 1.B.1. La variation annuelle moyenne des dépenses primaires en proportion du PIB sur la durée de chaque épisode par rapport à leur valeur initiale (barres rouges dans le graphique 1.B.2) est décomposée en plusieurs catégories de dépenses, définies dans la base de données de l'OCDE sur les finances publiques. La catégorie « Enseignement, santé et famille » recouvre l'essentiel des dépenses courantes consacrées à l'enseignement, aux soins de santé et, dans le domaine de la protection sociale, à la famille et aux enfants. La catégorie « Autres salaires » recouvre l'essentiel de la masse salariale, ainsi que la consommation intermédiaire, dans les fonctions des administrations publiques autres que l'enseignement et la santé. La catégorie « Autres dépenses primaires » recouvre les prestations de chômage, les dépenses de maladie et d'invalidité, les subventions, les transferts non sociaux et, dans certains cas, un écart statistique. Pour certains épisodes, toutes les composantes de dépenses n'ont pas pu être déterminées en raison des limites présentées par les données. De ce fait, l'échantillon total d'épisodes est réduit pour : la maîtrise des dépenses de retraite (taille de l'échantillon : 26 épisodes) ; la maîtrise des dépenses consacrées à l'enseignement, la santé et la famille (24) ; la maîtrise des dépenses au titre des autres salaires (24) ; et la maîtrise des autres dépenses primaires (22).

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/kcqi7u>

Les recommandations spécifiques aux différents pays formulées dans les présentes Perspectives soulignent que la maîtrise des dépenses est une priorité essentielle pour assurer une trajectoire viable de la dette publique (graphique 1.26). Toutefois, la maîtrise des dépenses devrait être sélective, car les postes de dépenses n'ont généralement pas les mêmes effets sur la croissance et l'équité, et d'importantes questions d'arbitrage se posent souvent (Cournède et al., 2014). Les réformes des retraites, des autres prestations sociales et des subventions constituent les champs d'action clés les plus courants¹⁸. La réforme des retraites peut atténuer les coûts budgétaires associés au vieillissement de la population. Par exemple, relever l'âge légal de la retraite à mesure que l'espérance de vie s'accroît peut compléter les mesures visant à restreindre l'accès à la retraite anticipée et favoriser l'allongement de la vie active. Veiller à ce que les autres prestations sociales et les subventions soient correctement ciblées permettrait d'éviter les effets de distorsion des mesures d'incitation et de réaliser des économies budgétaires, tout en continuant de soutenir ceux qui en ont le plus besoin. L'amélioration des cadres budgétaires constitue également une recommandation principale courante. Dans plusieurs pays, les examens des dépenses

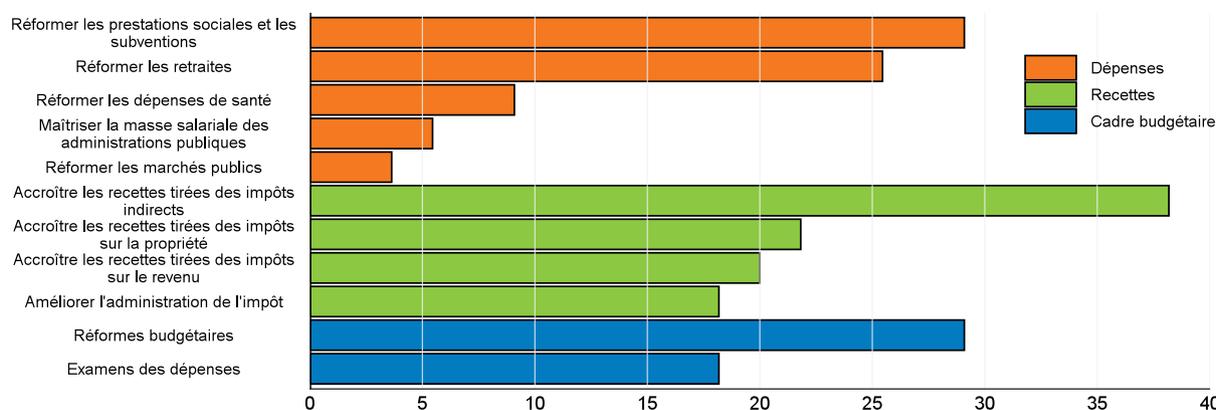
¹⁸ En revanche, la réforme des marchés publics ou la maîtrise de la masse salariale figurent rarement parmi les priorités essentielles. Ces mesures n'en sont pas moins importantes dans de nombreux pays, mais les retombées positives les plus importantes pour la viabilité des finances publiques ou les économies budgétaires immédiates se trouvent souvent ailleurs.

pourraient aider à hiérarchiser celles-ci et à rendre l'utilisation des ressources publiques plus efficiente, et ils devraient être intégrés dans les processus budgétaires (Tryggvadottir, 2022). De nombreux pays devraient également améliorer leur planification budgétaire à moyen terme, en s'appuyant sur des règles budgétaires appropriées.

L'augmentation des recettes fiscales devrait également jouer un rôle essentiel dans le rétablissement ou l'accroissement des marges de manœuvre budgétaires (graphique 1.26). De nombreux pays peuvent augmenter leurs recettes en supprimant des dépenses fiscales sources de distorsions pour différentes bases d'imposition. Une priorité essentielle courante consiste à accroître la part des recettes provenant des impôts sur la consommation, des taxes environnementales et des impôts sur le patrimoine. Prendre des mesures en ce sens limiterait le poids que fait peser le système fiscal sur la croissance économique, y compris dans les pays où la charge fiscale globale pourrait devoir augmenter. Plusieurs économies avancées ont également la possibilité de réorienter efficacement leur structure fiscale pour recourir moins massivement aux impôts sur les salaires, qui peuvent avoir un effet dissuasif sur l'emploi. Dans la mesure où ces réformes améliorent la rémunération nette des travailleurs ayant de bas salaires, elles peuvent aussi contribuer à réduire les inégalités de revenu (Akgun et al., 2017). À l'inverse, de nombreuses économies de marché émergentes devraient s'efforcer d'accroître les recettes publiques totales, souvent en élargissant les bases d'imposition. Dans les pays où l'économie informelle est répandue, la modernisation de l'administration fiscale peut contribuer à améliorer la discipline fiscale, à transférer l'activité vers l'économie formelle et à accroître les recettes publiques. Ces mesures visant à accroître les recettes peuvent également contribuer à financer une hausse des dépenses dans les domaines prioritaires.

Graphique 1.26. Principales priorités de l'action publique pour reconstituer des marges de manœuvre budgétaires

Pourcentage des pays



Note : Le graphique indique la proportion d'un ensemble de 55 pays à laquelle s'adresse chaque type de recommandation formulée dans les présentes *Perspectives économiques*. La catégorie « Impôts indirects » comprend les impôts sur la consommation et les taxes environnementales, comme les taxes sur les combustibles ou le carbone. La catégorie « Impôts sur le revenu » comprend l'impôt sur le revenu des personnes physiques et l'impôt sur les bénéfices des sociétés, ainsi que les cotisations de sécurité sociale. Les « réformes de l'administration fiscale » comprennent les mesures visant à renforcer l'application de la législation et à lutter contre la fraude fiscale. Les « réformes budgétaires » recouvrent les mesures visant à améliorer la budgétisation à moyen terme et à mettre en œuvre ou renforcer des règles budgétaires chiffrées. L'augmentation des recettes provenant d'une catégorie d'impôt due à certaines réformes peut être neutralisée, au moins en partie, par une diminution des recettes tirées d'autres impôts résultant de réformes parallèles. L'effet direct total sur les soldes budgétaires s'en trouverait alors réduit, même si une modification efficace de la structure fiscale peut accroître le revenu national par rapport à la dette publique à long terme.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/mdzbyf>

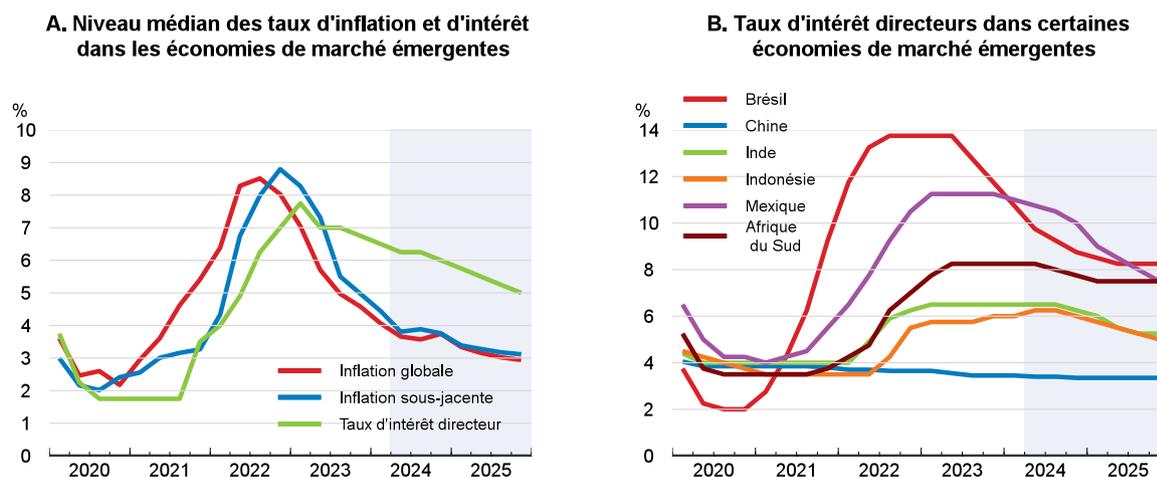
Dans les économies de marché émergentes, l'amélioration des marges de manœuvre en matière de politique monétaire devrait être utilisée avec prudence et s'accompagner de réformes budgétaires

Une divergence croissante de l'orientation de la politique monétaire est observée dans les grandes économies de marché émergentes du fait des différences d'évolution de leurs fondamentaux économiques. L'inflation demeurant très faible, la Chine a poursuivi la réduction des coefficients de réserves obligatoires ainsi que de ses taux directeurs pour accroître la liquidité et soutenir la croissance. Les taux directeurs jusqu'à présent élevés dans de nombreux pays d'Amérique latine, dont le Brésil et le Mexique, sont également en train d'être revus à la baisse, l'inflation ayant fortement reculé vers des niveaux proches de l'objectif, même si l'orientation de la politique monétaire au sein de ces économies reste restrictive. Dans d'autres économies, notamment en Afrique du Sud et en Inde, les taux directeurs restent à leurs points hauts. La Russie et la Türkiye ont récemment relevé leurs taux directeurs pour juguler une inflation élevée et persistante, et l'Indonésie a revu son taux directeur à la hausse pour renforcer la stabilité du taux de change.

De nombreux pays devraient abaisser leurs taux directeurs au cours des deux prochaines années (graphique 1.27), mais à un rythme qui devrait rester prudent pour s'assurer que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. L'amélioration des conditions financières mondiales et l'amorce de la baisse des taux directeurs dans les grandes économies avancées accroissent la marge de manœuvre des pouvoirs publics dans les économies de marché émergentes, mais une réduction rapide des écarts de taux d'intérêt pourrait relancer les sorties de capitaux et des dépréciations de taux de change (voir la section sur les risques).

- La baisse des taux directeurs nominaux devrait se poursuivre au Brésil, sur fond de modération de l'inflation. Au Mexique, les baisses de taux directeur devraient s'accélérer à partir du second semestre de 2024, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente convergeant vers 3 %, soit le point médian de la fourchette cible.

Graphique 1.27. La politique monétaire restera restrictive dans de nombreuses économies de marché émergentes, malgré les baisses de taux d'intérêt directeurs



Note : Dans la partie A, les économies de marché émergentes prises en compte sont l'Afrique du Sud, l'Arabie saoudite, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, le Pérou et la Roumanie en ce qui concerne l'inflation globale et le taux directeur, et l'Afrique du Sud, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique, le Pérou et la Roumanie s'agissant de l'inflation sous-jacente.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 115 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/1h3fpz>

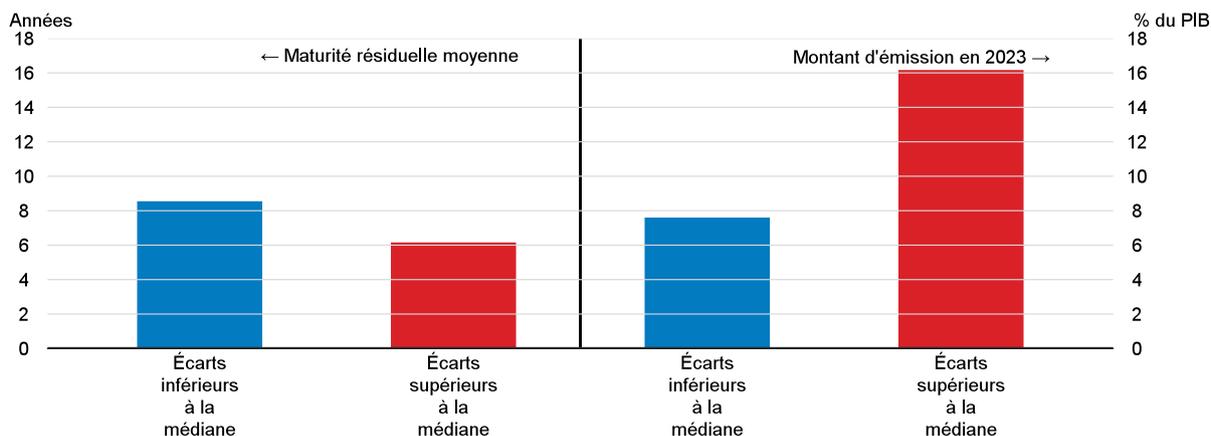
- Les taux directeurs de l'Inde et de l'Indonésie devraient commencer à baisser modestement au second semestre de 2024, à mesure que l'inflation s'atténuera et que des réductions de taux auront lieu aux États-Unis. L'orientation de la politique monétaire chinoise devrait rester accommodante en 2024-25.
- Des baisses des taux directeurs au second semestre de 2024 et au début de 2025 sont prévues en Afrique du Sud, à mesure que l'inflation convergera durablement vers la fourchette retenue comme objectif par la banque centrale.
- En Türkiye, l'inflation, en baisse mais toujours élevée, devrait se traduire par un maintien du taux directeur à 50 % en 2024, celui-ci ne devant commencer à diminuer qu'en 2025.

En 2023, les évolutions budgétaires ont été contrastées dans les économies de marché émergentes. Une politique expansionniste a été mise en œuvre en Afrique du Sud et au Brésil, les recettes diminuant et les dépenses sociales augmentant. À l'inverse, des efforts d'assainissement ont été déployés en Colombie, au Mexique et en Inde, malgré la poursuite d'une forte croissance des dépenses publiques d'investissement dans ce dernier pays. Les politiques publiques des différents pays devraient continuer à diverger en 2024, la Colombie, la Chine et le Mexique connaissant une expansion budgétaire importante à court terme s'expliquant par de nouveaux projets d'infrastructure et des programmes sociaux, l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Türkiye suivant quant à eux une orientation restrictive. En 2025, la politique budgétaire chinoise devrait conserver son orientation plus expansionniste, de nouvelles émissions d'obligations d'État à très long terme s'ajoutant à celles effectuées cette année, mais un certain assainissement est prévu dans la plupart des autres économies de marché émergentes.

La viabilité budgétaire reste incertaine. La dette souveraine est élevée dans de nombreuses économies de marché émergentes et devrait encore augmenter dans les années à venir, l'augmentation des charges d'intérêts et le manque de recettes limitant la capacité à réaliser les investissements nécessaires au développement durable. En outre, la viabilité de la dette pourrait également être compromise dans un certain nombre d'économies de marché émergentes dont les obligations se caractérisent par des écarts de rendement élevés, en particulier si les émissions de titres de dette restent importantes, compte tenu de l'échéance moyenne relativement faible de leur dette publique (graphique 1.28).

Les pouvoirs publics doivent reconstituer des marges de manœuvre budgétaires et réduire la charge du service de la dette, tout en préservant les dépenses essentielles au développement. À cet égard, l'assainissement budgétaire modeste prévu dans plusieurs économies de marché émergentes à moyen terme semble approprié. Cela dit, il faudrait aussi améliorer le recouvrement des recettes et faire reculer la fraude fiscale, notamment en améliorant l'administration fiscale, en modernisant les registres des propriétés et en rationalisant la fiscalité des sociétés. Il serait également utile de redoubler d'efforts pour améliorer l'efficacité des règles budgétaires et de la gestion de la dette, ainsi que l'efficacité des dépenses (notamment des subventions). Des efforts visant à mettre en place des institutions budgétaires indépendantes ou à les renforcer, en Amérique latine et ailleurs, pourraient améliorer la crédibilité budgétaire (Caldera Sánchez et al., 2024), réduire les coûts de financement et contribuer à limiter les politiques procycliques dans les pays riches en matières premières.

Graphique 1.28. La viabilité de la dette de certaines économies de marché émergentes peut être compromise par le niveau élevé des primes de risque souverain et par des échéances courtes



Note : Le graphique présente la maturité résiduelle moyenne de la dette souveraine et les émissions de titres de dette souveraine en 2023 pour un échantillon de 40 pays émergents et à faible revenu. Les pays appartiennent à l'un ou l'autre groupe selon que leurs écarts de rendement, mesurés à l'aide de l'indice obligataire des marchés émergents EMBI (*Emerging Market Bond Index*) par rapport aux obligations libellées en USD en mars 2024, sont supérieurs ou inférieurs à la médiane de l'échantillon. L'échéance moyenne de la dette est calculée pour la dette négociable émise sur la période 2020-23 en circulation à la fin mars 2024.

Source : Factset ; LSEG ; Banque mondiale ; et calculs de l'OCDE.

Des politiques structurelles plus ambitieuses sont nécessaires pour améliorer les perspectives de croissance et avancer dans la transition climatique

Au-delà du court terme, les perspectives de croissance à long terme et d'amélioration des niveaux de vie semblent modestes. Des mesures plus ambitieuses s'imposent pour lever les obstacles à l'investissement et à l'emploi, pour favoriser le développement des compétences et pour favoriser l'innovation.

- Dans les économies avancées, le taux tendanciel de croissance du PIB par habitant a diminué après la crise financière mondiale. Les dernières projections de référence à long terme de l'OCDE fondées sur les politiques publiques actuelles ne prévoient pas d'inversion de ce déclin dans les économies avancées (Guillemette et Château, 2023). La croissance annuelle moyenne du PIB par habitant à l'échelle de l'OCDE jusqu'en 2060 devrait être d'environ 1.7 %, un niveau qui correspond à la moyenne de l'après-2007. Ce ralentissement s'explique par une croissance plus faible de l'investissement et par une progression plus lente de la productivité totale des facteurs. Le vieillissement démographique pèsera aussi de plus en plus sur la croissance de la production potentielle.
- Si les économies de marché émergentes et en développement continuent globalement d'enregistrer une croissance du revenu par habitant plus rapide que les économies avancées, la convergence des revenus a ralenti ces dernières décennies et s'est même arrêtée dans certains cas. Les défis démographiques sont de plus en plus importants dans un certain nombre de grands pays, dont la Chine. Dans de nombreux pays, améliorer le fonctionnement et la réglementation des marchés de produits et du marché du travail, notamment en réduisant les obstacles aux échanges et à l'investissement, et renforcer la gouvernance économique, sont des priorités essentielles.

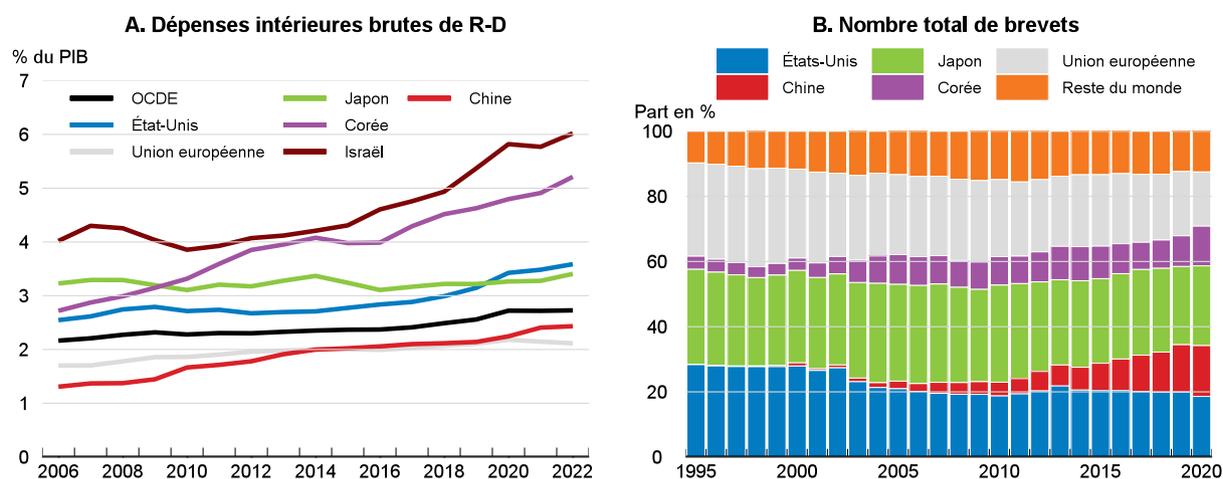
Même si les principaux avantages des réformes devraient se faire sentir progressivement sur un certain nombre d'années, certaines mesures prises en temps opportun et bien ciblées pourraient commencer à alléger les contraintes, même à court terme. Par exemple, dans les pays confrontés à des pénuries de main-d'œuvre, une immigration accrue, des formations ciblées et des mesures visant à accroître le taux d'activité des femmes et des seniors pourraient stimuler la production et réduire les tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Ce faisant, elles pourraient aussi contribuer à réduire la charge de la dette publique, qui a fortement augmenté pendant la pandémie. Ces réformes figurent parmi les priorités communes recensées dans *Objectif croissance* (OCDE, 2023c).

Les politiques d'innovation ont un rôle essentiel à jouer pour renforcer la productivité

L'innovation est déterminante pour le progrès technologique et la croissance de la productivité. Elle l'est de plus en plus dans les économies fondées sur la connaissance. Les efforts nationaux d'innovation reflètent à la fois l'expertise nationale en matière de recherche, la recherche-développement (R-D), le savoir-faire organisationnel, ainsi que la capacité d'adopter et d'adapter efficacement les idées et les technologies développées dans d'autres pays. Cette capacité est particulièrement importante pour les petites économies, la majorité des activités de R-D et des brevets étant concentrés dans quelques grandes économies (graphique 1.29).

Si la majorité des efforts de recherche sont entrepris dans le secteur privé, les politiques publiques ont un rôle important à jouer dans la promotion de l'innovation, en particulier parce que les bénéfices de l'innovation pour la société sont souvent supérieurs aux bénéfices privés. Des aides publiques à la R-D bien conçues, qu'elles soient destinées à la recherche fondamentale financée par l'État ou qu'elles prennent la forme de subventions directes aux entreprises ou d'incitations fiscales en faveur de la R-D, peuvent renforcer l'innovation, sachant que les récentes recommandations de réformes d'*Objectif croissance* ont souvent mis l'accent sur un meilleur équilibre entre les deux types de soutien aux entreprises et sur l'évaluation rigoureuse des programmes de subventions. En 2020, le financement public direct et indirect de la R-D des entreprises était relativement faible, s'établissant à environ 0.2 % du PIB dans l'ensemble de la zone OCDE, mais très variable d'un pays à l'autre, puisqu'il était près de deux fois plus élevé en France, au Royaume-Uni et en Autriche, et quasiment nul dans un certain nombre de petits pays européens, au Chili, en Colombie et au Mexique (OCDE, 2023d).

Graphique 1.29. Les efforts d'innovation se sont intensifiés au fil du temps, mais ils sont fortement concentrés dans certains pays



Note : Données sur les brevets fondées sur les familles de brevets IP5, par nationalité du déposant.

Source : Base de données des principaux indicateurs de la science et de la technologie de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

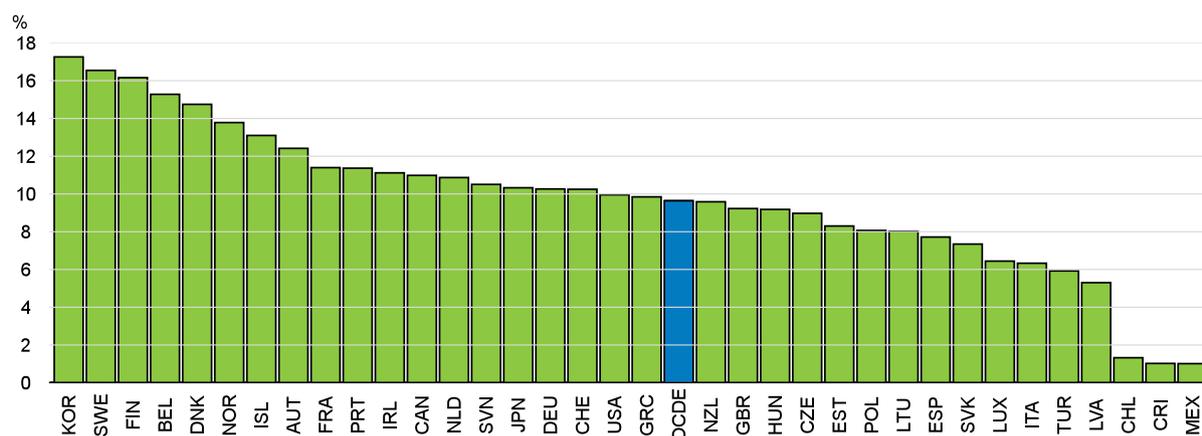
StatLink  <https://stat.link/zcwv47>

Des politiques concernant les marchés de produits, le marché du travail et les marchés financiers qui encouragent l'entrée de nouvelles entreprises et le redéploiement du capital et des emplois entre les entreprises, une législation efficace sur l'insolvabilité qui ne pénalise pas les efforts des entrepreneurs, et des politiques scientifiques bien conçues sont autant d'éléments essentiels pour aider les pays à renforcer leur capacité d'innovation. Les politiques d'enseignement et de formation sont également essentielles pour aider à fournir aux entreprises les compétences dont elles ont besoin et pour doter les personnes de la capacité d'utiliser efficacement les nouveaux produits et procédés, notamment les technologies numériques. À cet égard, les différences entre pays au regard de la part que les chercheurs représentent dans l'emploi total (graphique 1.30) peuvent influencer sur la capacité à adopter de nouveaux procédés et de nouvelles technologies ainsi que sur l'activité d'innovation nationale. Dans de nombreuses économies de marché émergentes, l'une des principales priorités est de renforcer la capacité à tirer parti des innovations des autres pays. À cette fin, les compétences liées à l'enseignement et à la formation professionnels supérieurs ainsi qu'à l'enseignement primaire et secondaire sont essentielles.

Il est également important de renforcer la transmission des connaissances par la collaboration entre les entreprises et les chercheurs, dans le pays et avec l'étranger, et entre les instituts de recherche ou les universités et les entreprises. Ces liens varient également considérablement d'un pays à l'autre, ce qui laisse entrevoir des domaines dans lesquels des réformes pourraient être efficaces. Dans l'ensemble de la zone OCDE, environ 8 % des brevets concernaient des co-inventeurs étrangers en 2019, mais cette part était proche de 25 % dans l'économie médiane de l'OCDE, et supérieure à 40 % en Belgique, au Costa Rica, en Irlande, au Luxembourg et en Suisse.

L'une des principales inconnues est la mesure dans laquelle l'utilisation généralisée de l'intelligence artificielle (IA) pourrait accélérer l'innovation et améliorer la croissance tendancielle de la productivité. La part des entreprises qui utilisent l'IA a augmenté rapidement, une enquête indiquant qu'environ un tiers des entreprises aux États-Unis et dans l'Union européenne ont utilisé l'IA en 2023 (BEI, 2024). Il s'agit pour la plupart de grandes entreprises (graphique 1.31). Certains éléments donnent à penser que l'IA pourrait avoir un impact positif non négligeable sur la croissance pour certaines entreprises, mais il n'existe pas encore de preuve claire de ses effets sur l'ensemble de l'économie (Filippucci et al., 2024). L'effet net de l'IA dépendra de nombreux facteurs, notamment de la mesure dans laquelle les nouvelles technologies sont largement diffusées ou concentrées dans un petit nombre d'entreprises de premier plan, et de la mesure dans laquelle l'IA renforce la main-d'œuvre plutôt qu'elle ne la remplace. Outre ses implications pour l'innovation et la croissance moyenne de la productivité, les conséquences redistributives et sociétales au sens large de l'utilisation généralisée de l'IA demeurent incertaines.

Graphique 1.30. La part des chercheurs dans l'emploi total varie considérablement selon les pays

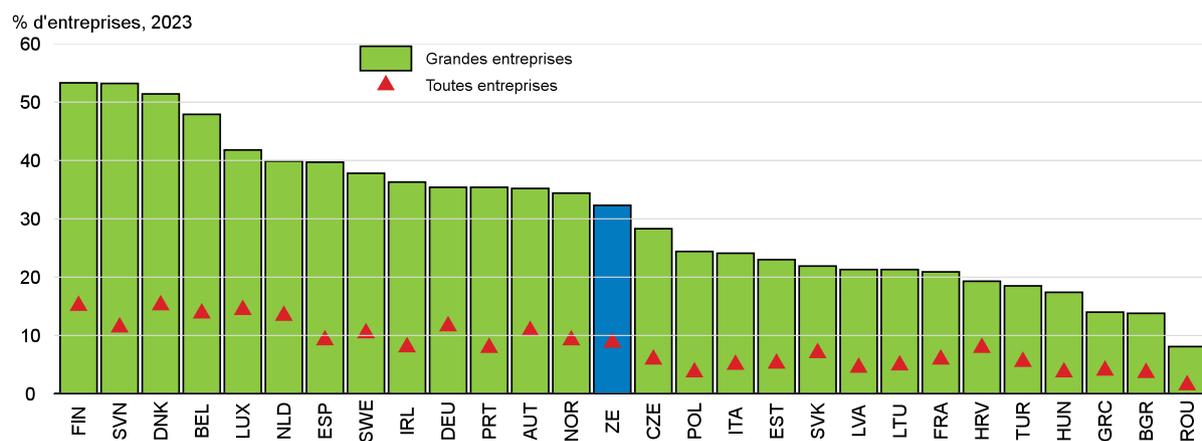


Note : Le terme « chercheurs » désigne des personnes employées dans le secteur public ou privé pour créer de nouvelles connaissances, de nouveaux produits, de nouveaux procédés et de nouvelles méthodes, ainsi que pour gérer les projets concernés.

Source : Base de données des principaux indicateurs de la science et de la technologie de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/9vmleh>

Graphique 1.31. L'utilisation des technologies de l'intelligence artificielle varie considérablement selon les entreprises



Note : La catégorie « Toutes entreprises » correspond aux entreprises de 10 salariés ou plus. Les « Grandes entreprises » sont les entreprises employant 250 salariés ou plus. Entreprises utilisant au moins une technologie d'IA en 2023.

Source : Eurostat.

StatLink  <https://stat.link/wql4st>

L'innovation est également un pilier essentiel de la transition écologique

L'innovation est également un élément clé de la transition écologique, car elle peut réduire les coûts d'investissement des mesures de réduction des émissions et des nouvelles technologies. Les progrès rapides des technologies des énergies renouvelables ont contribué à rendre le coût de ces énergies de plus en plus compétitif par rapport aux combustibles fossiles (OCDE, 2023e). À cet égard, il est

préoccupant que le taux de croissance du nombre de brevets de technologies liées à l'environnement ait ralenti et que la part de ces brevets dans l'ensemble des brevets ait diminué (graphique 1.32, partie A). Compte tenu du fait qu'à eux seuls, sept pays représentent l'essentiel des brevets nouvellement délivrés dans ce domaine (graphique 1.32, partie B), et que la plupart des pays ont un degré de spécialisation relativement faible dans l'innovation liée à l'environnement (graphique 1.32, partie C), la capacité d'accéder aux technologies élaborées à l'étranger est cruciale. Ce point souligne l'importance de régimes d'échanges et d'investissement ouverts dans ce domaine, le développement de compétences adéquates devant également être garanti. Des financements supplémentaires pour favoriser la montée en puissance de grands projets de technologie bas carbone au cours de la phase de démonstration, et des financements ciblés sur des projets innovants fournissant des biens publics ou offrant des rendements futurs importants, mais incertains, constituent d'autres options envisageables par les pouvoirs publics pour soutenir l'innovation (OCDE, 2023e).

L'innovation peut également faciliter la transition climatique en accélérant l'adoption de technologies numériques et bas carbone. Malgré des améliorations récentes, l'Agence internationale de l'énergie estime, sur la base des politiques actuellement annoncées, que les investissements verts en 2030 représenteraient à peine la moitié de ce qui est nécessaire pour atteindre l'objectif de neutralité carbone d'ici à 2050 (AIE, 2023). Accroître les investissements dans les infrastructures vertes et numériques, renforcer les normes pour favoriser une réduction des émissions et élargir la portée des mécanismes de tarification du carbone tout en relevant son prix sont autant de priorités essentielles pour atténuer le changement climatique, sachant que les priorités varient selon les pays. Les politiques d'atténuation actuelles n'étant pas à la hauteur de ce qui est nécessaire pour limiter la hausse des températures mondiales, les mesures et stratégies d'adaptation deviennent d'autant plus urgentes pour aider à minimiser les coûts économiques du changement climatique.

Les politiques commerciale et industrielle devraient veiller à ce que les marchés restent ouverts

Les politiques commerciale, industrielle et d'innovation sont intrinsèquement liées, compte tenu de l'articulation entre concurrence internationale et concurrence intérieure, et de l'importance d'assurer le partage et la circulation sans entraves des connaissances entre les pays (Millot et Rawdanowicz, 2023). Le commerce fondé sur des règles ouvre des perspectives à tous les pays, en apportant la prévisibilité et la certitude nécessaires au secteur privé pour investir et créer des emplois, et il renforce la concurrence (OCDE, 2023f). Les autorités nationales et supranationales chargées de la concurrence et du commerce ont toujours joué un rôle essentiel dans la définition et l'application de règles garantissant l'équité entre les entreprises, les secteurs et les pays. La réforme des aides d'État, qui définit un ensemble de critères de qualification objectifs, en est un exemple (OCDE, 2021a)¹⁹.

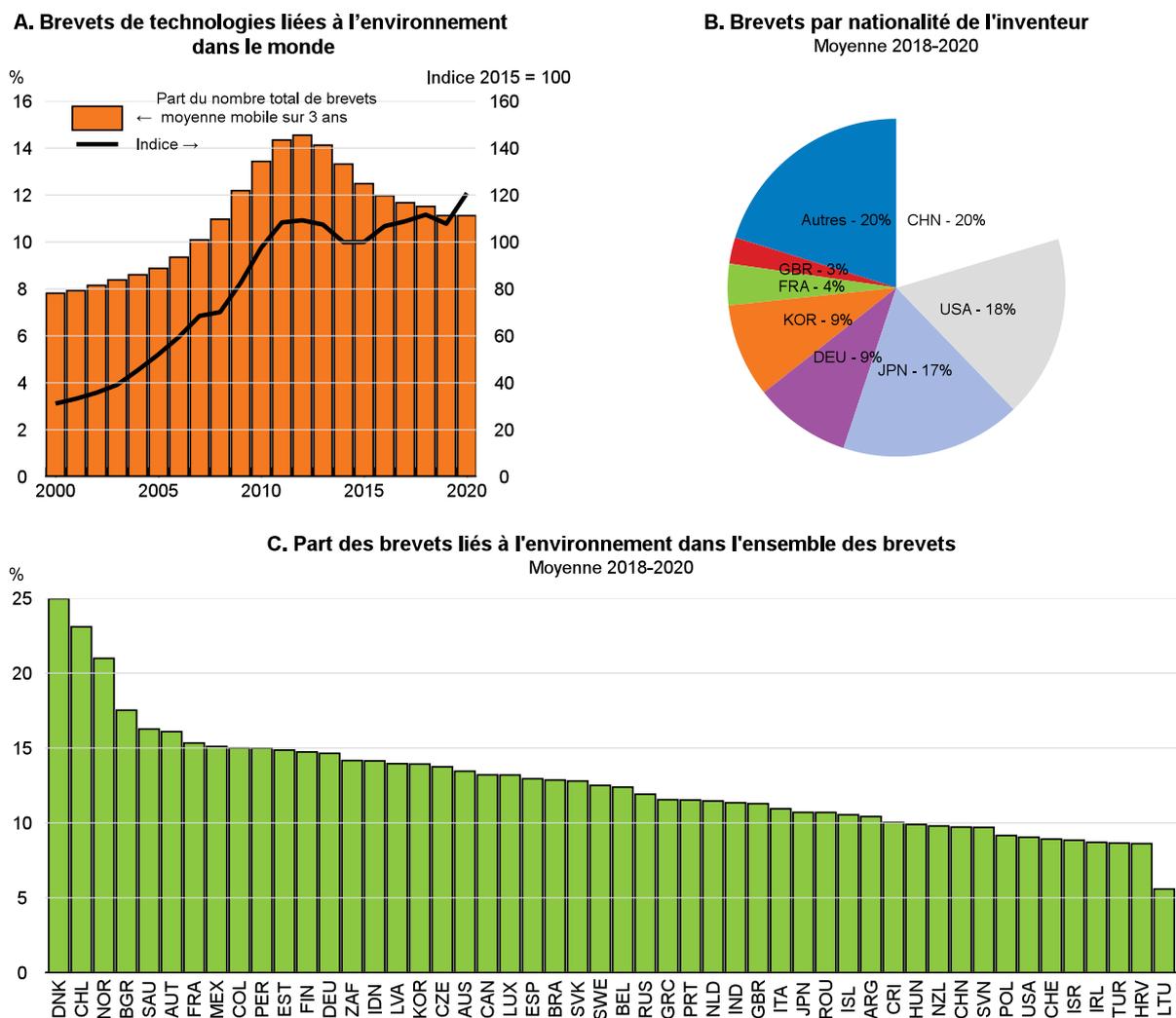
L'ajustement en cours des chaînes de valeur, l'affaiblissement de l'engagement en faveur des cadres commerciaux multilatéraux et les tensions commerciales et géopolitiques se sont traduits par des politiques commerciales, industrielles et d'investissement davantage axées sur le renforcement de la sécurité nationale, l'autonomie et le soutien aux entreprises nationales. Ces politiques prévoient notamment des mesures de soutien à l'innovation, des obligations de contenu local, le contrôle des exportations et, de plus en plus, des mesures plus strictes de filtrage des investissements étrangers²⁰.

¹⁹ Les Lignes directrices de l'OCDE sur les politiques d'investissement des pays d'accueil relatives à la sécurité nationale énoncent les principes de non-discrimination, de transparence, de prévisibilité, de proportionnalité et de responsabilité qui doivent être respectés dans le cadre de la sauvegarde de la sécurité nationale (OCDE, 2009).

²⁰ La coopération internationale en matière de recherche, qui constitue un moyen d'acquérir des savoir-faire en dehors des acquisitions commerciales, est également concernée, car les financements étrangers de la recherche et l'échange de chercheurs sont surveillés de près (OCDE, 2021b).

Ces approches accentuent les risques de subir des mesures de rétorsion et de devoir renoncer à des connaissances et à des produits qui, sans elles, pourraient franchir les frontières et venir renforcer l'innovation et la productivité nationales.

Graphique 1.32. Les dépôts de brevets portant sur de nouvelles technologies liées à l'environnement ont ralenti et sont fortement concentrés



Note : Demandes de brevets de technologies liées à l'environnement déposées en vertu du Traité de coopération en matière de brevets. Les données sont ventilées par pays de résidence de l'inventeur ou des inventeurs.
 Source : Statistiques de l'OCDE sur les brevets ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <https://stat.link/7k1wti>

Références

- AIE (2023), *World Energy Outlook 2023*, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- AIE (2024), « Strait of Hormuz – Factsheet », Agence internationale de l'énergie, Paris.
- Akgun, O., B. Cournède et J. Fournier (2017), « The Effects of the Tax Mix on Inequality and Growth », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1447, Éditions OCDE, Paris.
- Bañbura, M., E. Bobeica et C.M. Hernández (2024), « Shocked to the Core: A New Model to Understand Euro Area Inflation », *ECB Research Bulletin*, n° 117.
- Banco Central do Brasil (2023), *Inflation Report*, juin.
- Banque du Canada (2024), « Rapport sur la politique monétaire », Banque du Canada, avril.
- Bank of England (2018), « Inflation Report », Bank of England, août.
- Banque mondiale (2023), *International Debt Report*, Banque mondiale, Washington, D.C.
- Banque mondiale (2024), *Global Economic Prospects, January 2024*.
- Barnard, G. et P. Ollivaud (2024), « Whither Excess Household Savings? A Key 2024 Known Unknown », OCDE, blog Ecoscope, février 2024.
- BEI (2024), *EIB Investment Report 2023/24*, Banque européenne d'investissement.
- Benigno, G., et al. (2024), « Quo Vadis, r*? The Natural Rate of Interest After the Pandemic », *BIS Quarterly Review*, mars 2024.
- BRI (2024), *BIS Quarterly Review March 2024*, Banque des règlements internationaux.
- Caldera Sánchez, A. et al. (2024), « Independent Fiscal Institutions », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1789, Éditions OCDE, Paris.
- Carrillo, J., et al. (2018), « What Determines the Neutral Rate of Interest in an Emerging Economy? », *Banco de México Working Papers*, n° 2018-22.
- Cournède, B., A. Goujard et Á. Pina (2014), « Reconciling Fiscal Consolidation with Growth and Equity », *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2013/1.
- Du, W. et al. (2024), « Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned? », rapport présenté au US Monetary Forum de 2024.
- Edelberg, W. et T. Watson (2024), « New Immigration Estimates Help Make Sense of the Pace of Employment », rapport préparé par The Hamilton Project, mars 2024.
- Ellis, L. (2022), « The Neutral Rate: The Pole-star Casts Faint Light », discours prononcé à la Citi Australia & New Zealand Investment Conference, Banque de réserve d'Australie.
- FAO (2024), « Bulletin de la FAO sur l'offre et la demande de céréales », mars 2024, Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture.
- Federal Reserve Bank of New York (2023), « Measuring the Natural Rate of Interest », <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar/overview>.
- Federal Reserve Bank of Richmond (2023), Lubik-Matthes Natural Rate of Interest, page actualisée pour la dernière fois le 6 mars 2024, https://www.richmondfed.org/research/national_economy/natural_rate_interest.
- Filippucci, F. et al. (2024), « The Impact of Artificial Intelligence on Productivity, Distribution and Growth: Key Mechanisms, Initial Evidence and Policy Challenges », *OECD Artificial Intelligence Papers*, N° 15, Éditions OCDE, Paris.
- FMI (2023a), *World Economic Outlook*, chapitre 2, Fonds monétaire international, avril.
- FMI (2023b), « Estimating the Neutral Real Interest Rate for Indonesia », Fonds monétaire international.

- FSB (2023), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023*, Financial Stability Board.
- Guillemette, Y. et J. Château (2023), « Long-Term Scenarios Update: Incorporating the Energy Transition », *OECD Economic Policy Papers*, n° 33, Éditions OCDE, Paris.
- Konczal, M. (2023), « Supply-Side Expansion Has Driven the Decline in Inflation », Roosevelt Institute Brief, septembre 2023.
- Lopez-Salido, D. et A. Vissing-Jorgensen (2023), « Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening », document présenté à la Conférence 2023 de la BCE sur la politique monétaire (ECB 2023 Conference on Monetary Policy: Bridging Science and Practice).
- Meyer, S., Ulvedal, P. et E. Wasberg (2022), « The Neutral Real Interest Rate: An Updated View of r^* », Norges Bank Staff Memo, juin 2022.
- Millot, V. et Ł. Rawdanowicz (2023), « The Return of Industrial Policies: Policy Considerations in the Current Context », *OECD Economic Policy Papers*, n° 34, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2009), *Recommandation du Conseil concernant les Lignes directrices sur les politiques d'investissement des pays d'accueil relatives à la sécurité nationale*, Instruments juridiques de l'OCDE.
- OCDE (2021a), *OECD Science, Technology and Innovation Outlook 2021: Times of Crisis and Opportunity*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2021b), « Managing Access to AI Advances to Safeguard Countries' Essential Security Interests », *OECD Business and Finance Outlook 2021: AI in Business and Finance*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023a), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2023, n° 2, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023b), *Perspectives économiques de l'OCDE, Rapport intérimaire, septembre 2023*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023c), *Réformes économiques : Objectif croissance*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023d), *OECD Science and Technology Outlook 2023*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023e), *Zéro émission nette + : Résilience climatique et économique dans un monde en mutation*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023f), « Contribution de l'OCDE à la promotion de marchés ouverts et d'un système commercial international fondé sur des règles et en bon état de fonctionnement », Réunion du Conseil de l'OCDE au niveau des Ministres, Paris, 7-8 juin 2023.
- OCDE (2023b), *Perspectives économiques de l'OCDE, Rapport intérimaire, février 2024*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2024b), *Rapport sur la dette mondiale 2024*, Éditions OCDE, Paris.
- Okazaki, Y. et Sudo, N. (2018), « Natural Rate of Interest in Japan: Measuring its size and identifying drivers based on a DSGE model », Bank of Japan Working Paper Series, n° 18-E-6.
- Reserve Bank of India (2022), « Revisiting India's Natural Rate of Interest », RBI Bulletin, juin.
- Reserve Bank of New Zealand (2022), *Monetary Policy Statement*, novembre.
- Sea-Intelligence (2024) « Schedule reliability improves M/M in February 2024 », 5 avril.
- Shapiro, A. (2022), « A Simple Framework to Monitor Inflation », *FRBSF Economic Letters*, n° 2022-15.
- teNyenhuis, M. et A. Su (2023), « L'effet des hausses de taux d'intérêt sur les versements hypothécaires », Note analytique du personnel, n° 2023-19, Banque du Canada.
- Tryggvadottir, Á. (2022), « OECD Best Practices for Spending Reviews », Revue de l'OCDE sur la gestion budgétaire, vol. 2022/1, Éditions OCDE, Paris.

Annexe 1.A. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les projections

Les hypothèses relatives aux paramètres des politiques budgétaires pour 2024-25 sont fondées autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées par les parlements, et sont cohérentes avec les projections relatives à la croissance, à l'inflation et aux 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 qui a été annoncée. Sauf indication contraire des autorités, on pose l'hypothèse que le démantèlement progressif des éventuelles mesures d'aide liées à l'énergie encore en vigueur sera achevé à la fin de 2024 au plus tard.

On tient compte des dépenses financées par les subventions et prêts accordés dans le cadre de « Next Generation EU » (ou NGEU) pour l'établissement des projections relatives aux pays de l'Union européenne (UE), en se fondant sur les appréciations d'experts quant à leur ventilation par année et par catégorie de dépenses et sur les plans ayant fait l'objet d'annonces officielles, le cas échéant. On présume que les subventions octroyées dans le cadre de NGEU n'ont pas d'incidence sur les finances publiques, et qu'elles entraînent à la fois une augmentation des recettes d'impôts sur le capital et des transferts en capital reçus, d'une part, et des dépenses publiques, d'autre part. En outre, on a ajouté le solde positif des mesures ponctuelles afin de rendre compte des mesures de relance discrétionnaires associées à ces subventions, mesurées par l'évolution des soldes primaires sous-jacents.

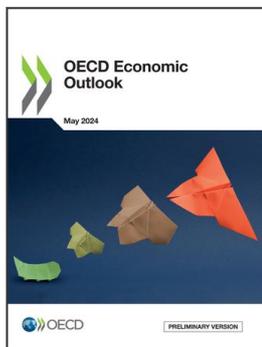
S'agissant de la politique monétaire, les hypothèses relatives au profil d'évolution des taux d'intérêt directeurs et aux mesures non conventionnelles représentent le résultat le plus probable, sur la base des projections de l'OCDE concernant l'activité économique et l'inflation. Celles-ci peuvent être différentes de la trajectoire indiquée par les autorités monétaires. Dans la zone euro, on suppose que les écarts de rendement entre les obligations souveraines à 10 ans émises par l'Allemagne et celles des autres pays demeurent inchangés au cours de la période considérée, à des niveaux proches de ceux observés en février et mars 2024.

Les projections reposent sur l'hypothèse que les taux de change resteront aux niveaux observés à la date du 5 avril 2024, où le dollar des États-Unis valait 151.3 JPY, 0.92 EUR (ce qui signifie que l'euro valait 1.08 USD) et 7.24 CNY.

Il est supposé que le cours du baril de pétrole brut de référence Brent restera constant à 85 USD jusqu'à la fin de 2025. On pose l'hypothèse que le prix du gaz naturel TTF (*Title Transfer Facility*) restera constant à 25 EUR/MWh jusqu'à la fin de 2025. On pose l'hypothèse que les prix des autres matières premières resteront inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux moyens de mars 2024. On pose l'hypothèse technique que les perturbations actuelles du transport maritime en mer Rouge perdureront en 2024 et 2025.

Ces projections sont établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 24 avril 2024.

Les projections trimestrielles de l'OCDE sont établies à partir d'une sélection de variables clés corrigées des variations saisonnières et des jours travaillés. De ce fait, il peut y avoir des différences entre les données annuelles corrigées et non corrigées, mais celles-ci sont généralement minimes. Dans certains pays, les projections officielles des valeurs annuelles ne sont pas corrigées des jours travaillés. Même quand les projections officielles des chiffres annuels sont corrigées des jours travaillés, il peut arriver que la correction effectuée soit d'une ampleur différente de celle réalisée par l'OCDE.



Extrait de :

OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue 1

An unfolding recovery

Accéder à cette publication :

<https://doi.org/10.1787/69a0c310-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2024), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue 1 : An unfolding recovery*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/23e5156e-fr>

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :

<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.