

1 Évaluation générale de la situation macroéconomique

Introduction

La situation économique mondiale a commencé à s'améliorer, mais la reprise demeure fragile. La baisse des prix de l'énergie contribue au recul de l'inflation globale et à l'atténuation des tensions pesant sur le budget des ménages, la confiance des entreprises et des consommateurs, qui était tombée à un bas niveau, se redresse, et la réouverture totale de la Chine, plus précoce que prévu, a stimulé l'activité mondiale. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente s'avère persistante en raison de l'augmentation des bénéfices dans certains secteurs et des fortes tensions qui s'exercent toujours sur les coûts du fait de la résilience des marchés du travail. Les effets de la hausse des taux d'intérêt dans le monde se font en outre de plus en plus sentir, en particulier sur les marchés immobiliers et les marchés financiers. Des signes de tensions ont commencé à apparaître dans certains segments des marchés financiers, sur fond de réévaluation des risques par les investisseurs et de durcissement des conditions de crédit. La croissance du PIB mondial devrait ralentir et passer de 3.3 % en 2022 à 2.7 % en 2023, avant de se redresser légèrement pour s'établir en 2024 à 2.9 %, un taux encore modéré. L'orientation restrictive des politiques monétaires freinera la croissance de la demande pendant un certain temps, sachant que les effets du resserrement monétaire opéré en 2022 ne se feront pleinement sentir qu'à la fin de cette année ou au début de 2024. Dans les économies du G20, l'inflation annuelle mesurée par les prix à la consommation devrait refluer de 7.8 % en 2022 à 6.1 % en 2023 puis à 4.7 % en 2024, à la faveur de la baisse des prix de détail de l'énergie et des produits alimentaires, de l'atténuation des tensions exercées par la demande et de l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'inflation sous-jacente devrait se révéler relativement persistante mais revenir progressivement vers l'objectif retenu dans les grandes économies avancées d'ici la fin de l'année prochaine.

Les perspectives économiques demeurent marquées par des incertitudes considérables et les principaux risques qui entourent les projections sont orientés à la baisse. L'une des préoccupations majeures tient au fait que l'inflation pourrait rester plus persistante que prévu. Le cas échéant, un nouveau resserrement sensible des politiques monétaires pourrait se révéler nécessaire pour réduire l'inflation, ce qui accroîtrait la probabilité d'un brusque réajustement des prix des actifs et d'une réévaluation des risques sur les marchés financiers. De plus, l'intensité des effets induits par le durcissement déjà opéré des politiques monétaires est difficile à évaluer du fait de la longue période de politiques très accommodantes qui a précédé et de la vitesse à laquelle les taux d'intérêt directeurs ont été ensuite relevés. Bien qu'une détente des marchés en surchauffe et une modération de la croissance du crédit soient les canaux par lesquels la politique monétaire se matérialise habituellement, l'effet sur la croissance économique pourrait être plus marqué que prévu si le durcissement des conditions financières venait à provoquer des tensions dans le système financier et à mettre en péril la stabilité financière. De brusques variations de la valeur de marché des portefeuilles obligataires pourraient exposer une nouvelle fois les risques de liquidité et de duration. L'alourdissement de la charge du service de la dette des ménages et des entreprises et la probabilité plus grande de défauts de remboursement de prêts accroissent également le risque de crédit encouru par les banques et les établissements financiers non bancaires et sont susceptibles de provoquer un nouveau durcissement des critères d'octroi des prêts. Des conditions financières mondiales plus restrictives qu'attendu pourraient en outre amplifier les vulnérabilités dans les économies de marché émergentes, faisant augmenter le coût du service de la dette et les sorties de capitaux et restreignant l'accès au crédit auprès de prêteurs étrangers. L'évolution incertaine de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine et les perturbations qu'elle pourrait de nouveau provoquer sur les marchés mondiaux de l'énergie et des produits alimentaires constituent un autre risque important de divergence à la baisse par rapport aux projections. À l'inverse, un recul de l'incertitude dû à une fin précoce de la guerre, des conditions financières plus favorables que prévu, une croissance de la main-d'œuvre plus forte qu'anticipé et une utilisation accrue de l'épargne accumulée par les ménages et les entreprises sont autant de facteurs qui amélioreraient les perspectives de croissance et d'investissement. Cela dit, l'impact de chacun de ces chocs sur l'inflation peut varier.

La nécessité de réduire durablement l'inflation, d'ajuster les mesures de soutien budgétaire et de relancer une croissance durable sont à l'origine de défis majeurs pour les décideurs publics.

- L'orientation des politiques monétaires doit rester restrictive jusqu'à ce que l'on observe des signes clairs de diminution durable des tensions inflationnistes sous-jacentes. De nouvelles hausses des taux d'intérêt pourraient se révéler nécessaires dans les économies où une inflation élevée s'avère persistante. Les mesures prises par les pouvoirs publics devront être soigneusement calibrées, compte tenu de l'incertitude qui entoure l'évolution des marchés financiers et de la nécessité d'évaluer l'effet cumulé de tous les relèvements de taux déjà effectués. En cas d'accentuation des tensions sur les marchés financiers, les banques centrales devraient utiliser tout l'éventail des instruments de politique financière à leur disposition pour accroître la liquidité et réduire le plus possible les risques de contagion. Une communication claire est indispensable pour réduire au minimum l'incertitude liée aux conflits apparents entre les mandats de stabilité des prix et de stabilité financière. Dans la plupart des économies de marché émergentes, la marge de manœuvre est limitée par la nécessité de contenir les anticipations d'inflation et par les conditions financières mondiales restrictives. En cas de pressions sur les taux de change, les pays devraient laisser leur monnaie s'ajuster dans la mesure du possible, de sorte qu'elle reflète les fondamentaux économiques sous-jacents. Cela dit, les autorités pourraient, de manière ponctuelle, intervenir sur le marché des changes ou restreindre les mouvements de capitaux pour atténuer les fluctuations soudaines qui sont fortement susceptibles de mettre en péril la stabilité financière intérieure.
- Il est devenu plus difficile d'assurer la viabilité des finances publiques en raison des effets des chocs successifs de la pandémie, la guerre et les prix de l'énergie. La quasi-totalité des pays affichent des déficits budgétaires et des niveaux d'endettement plus élevés qu'avant la pandémie, et nombre d'entre eux devront faire face à une accentuation des tensions sur les dépenses futures liées au vieillissement démographique, à la transition climatique et à l'alourdissement de la charge du service de la dette publique dû à la hausse des taux d'intérêt. Il convient de faire des choix avisés pour préserver les ressources budgétaires limitées et les consacrer aux futures priorités de l'action publique, et pour assurer la viabilité de la dette. La mise en place de cadres budgétaires crédibles, qui fixent l'orientation future des dépenses et de la fiscalité, sont nécessaires pour fournir des indications claires sur la trajectoire à moyen terme des finances publiques. À court terme, compte tenu à la fois du recul récent des prix des produits alimentaires et de l'énergie, et de la revalorisation pérenne des salaires minimums et des prestations sociales fondée sur l'inflation passée dans de nombreux pays, les aides budgétaires destinées à atténuer l'incidence de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie devraient être ciblées sur les ménages vulnérables insuffisamment couverts par le système général de protection sociale. Un tel ciblage permettrait de préserver les incitations à réduire la consommation d'énergie, de limiter les tensions exercées par la demande globale sur l'inflation et de mieux aligner les politiques budgétaires sur les politiques monétaires.
- La conjoncture et le recul tendanciel des taux de croissance potentielle, conjugués aux enjeux futurs urgents tels que le vieillissement démographique et la transition climatique, montrent clairement la nécessité de réformes structurelles propres à stimuler l'offre. Une relance des efforts de réforme visant à réduire les contraintes sur les marchés du travail et les marchés de produits et à stimuler la croissance de l'investissement, du taux d'activité et de la productivité permettrait d'améliorer les niveaux de vie de manière durable et de renforcer la reprise au sortir du ralentissement actuel. Renforcer la dynamique des entreprises, réduire les obstacles aux échanges internationaux et aux migrations économiques internationales, et favoriser un fonctionnement flexible et inclusif des marchés du travail, notamment en améliorant les compétences et en levant les obstacles à l'entrée sur le marché du travail qui subsistent, sont autant de domaines essentiels de l'action publique dans lesquels des réformes bien conçues permettraient de stimuler la concurrence, de redynamiser l'investissement et d'atténuer les contraintes affectant l'offre.

Tableau 1.1. Les perspectives de croissance de l'économie mondiale restent modestes

	Moyenne 2013-2019	2021	2022	2023	2024	2022 T4	2023 T4	2024 T4	
		Pourcentage							
Croissance du PIB en volume¹									
Monde ²	3.4	6.1	3.3	2.7	2.9	2.3	2.9	3.1	
G20 ²	3.5	6.5	3.1	2.8	2.9	2.1	3.0	3.0	
OCDE ²	2.2	5.7	3.0	1.4	1.4	1.4	1.3	1.6	
États-Unis	2.4	5.9	2.1	1.6	1.0	0.9	1.0	1.3	
Zone euro	1.9	5.2	3.5	0.9	1.5	1.8	1.1	1.5	
Japon	0.8	2.2	1.0	1.3	1.1	0.4	1.7	0.8	
Non-OCDE ²	4.4	6.5	3.7	3.9	4.1	3.1	4.3	4.3	
Chine	6.8	8.4	3.0	5.4	5.1	3.5	6.2	4.6	
Inde ³	6.8	9.1	7.2	6.0	7.0				
Brésil	-0.4	5.3	3.0	1.7	1.2				
Taux de chômage dans l'OCDE⁴	6.5	6.2	5.0	5.0	5.2	4.9	5.2	5.2	
Inflation¹									
G20 ^{2,5}	3.0	3.8	7.8	6.1	4.7	7.8	5.2	4.0	
OCDE ^{6,7}	1.6	3.8	9.3	6.9	4.3	9.5	5.5	3.8	
États-Unis ⁶	1.4	4.0	6.2	3.9	2.6	5.7	3.2	2.3	
Zone euro ⁸	0.9	2.6	8.4	5.8	3.2	10.0	3.5	2.9	
Japon ⁹	0.9	-0.2	2.5	2.8	2.0	3.9	2.0	1.9	
Solde des administrations publiques dans l'OCDE¹⁰	-3.2	-7.5	-3.6	-3.6	-3.1				
Croissance du commerce mondial¹	3.4	10.4	5.0	1.6	3.8	0.7	3.4	3.9	

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. Déflateur des dépenses personnelles de consommation.

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

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° 113.

StatLink  <https://stat.link/hky38l>

- Les écarts d'emploi et de rémunération entre les genres se sont généralement réduits à un rythme relativement modéré au cours de la dernière décennie, soulignant la nécessité de prendre de nouvelles mesures dans un large éventail de domaines de l'action publique en vue de renforcer le taux d'activité, les compétences et les opportunités offertes aux femmes. De telles interventions ouvriraient des perspectives de croissance plus forte et plus inclusive et garantiraient une utilisation efficace de tous les talents. Les principales priorités consistent à améliorer l'accès à des services de garde d'enfants de qualité et abordables, à encourager un meilleur partage du congé parental entre les parents, à réformer les systèmes de prélèvements et de prestations pour supprimer les mesures qui dissuadent les femmes de participer au marché du travail, et à promouvoir l'égalité des genres au sein des entreprises.

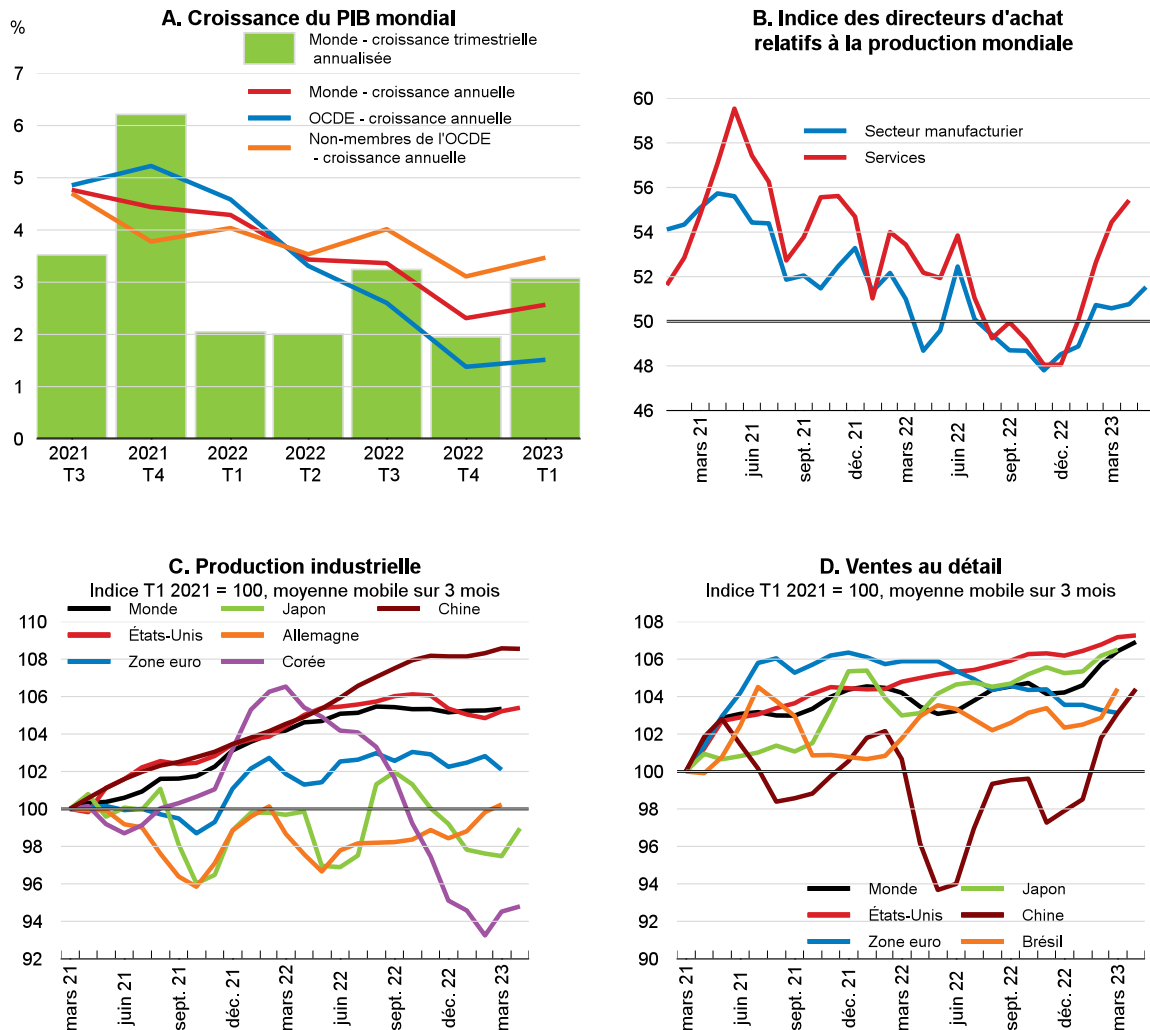
La série de chocs subis ces dernières années par l'économie mondiale et les enjeux mondiaux à plus long terme tels que le changement climatique soulignent la nécessité de renforcer la coopération internationale. Par ailleurs, les tensions géopolitiques entravent de plus en plus les flux transfrontières de biens, de services, de capitaux et de main-d'œuvre, et contribuent à l'insécurité alimentaire dans de nombreux pays. Face à l'aggravation du surendettement des pays à faible revenu, il est particulièrement urgent que les créanciers, pays comme institutions, prennent des mesures conjointes, en s'appuyant sur les premières mesures prises au titre du Cadre commun du G20, pour faire en sorte que la charge de la dette soit supportable et éviter une décennie perdue de développement dans de nombreux pays à faible revenu. De manière plus générale, dans un monde interconnecté, les pays doivent trouver des moyens d'éviter que des frictions dans certains domaines n'entravent les progrès réalisés sur des questions d'intérêt commun, telles que l'atténuation du changement climatique, l'ouverture des marchés, la sécurité économique et la lutte contre les pandémies.

La croissance mondiale s'est stabilisée, mais l'amélioration est fragile et les tensions financières se sont accentuées

On relève des signes d'amélioration de la croissance mondiale en 2023 après l'atonie observée en 2022

La croissance mondiale a nettement ralenti en 2022 dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes (graphique 1.1, partie A). La flambée des prix des produits alimentaires, des engrais et de l'énergie suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a accentué le renchérissement déjà important enregistré en 2021, ce qui a entraîné une forte augmentation de l'inflation globale dans presque tous les pays et une diminution du revenu disponible réel des ménages. La part des dépenses globales de consommation finale d'énergie dans les économies de l'OCDE dans le PIB a sensiblement augmenté en 2022 et atteint le niveau le plus élevé depuis le début des années 1980, alourdissant les coûts supportés par les entreprises et érodant le pouvoir d'achat des ménages (OCDE, 2022b). Le resserrement important de la politique monétaire opéré par la quasi-totalité des grandes banques centrales s'est traduit par une hausse des taux directeurs et a commencé à peser sur les composantes des dépenses sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Le ralentissement observé dans les économies de l'OCDE est essentiellement imputable à l'investissement en logements, qui s'est contracté en 2022, mais la croissance des dépenses des consommateurs et de l'investissement des entreprises a également fléchi au cours de l'année. Au quatrième trimestre de 2022, la croissance mondiale a marqué le pas pour s'établir, en rythme annualisé, à seulement 2 %, la croissance en glissement annuel étant tombée à 2 ¼ pour cent, soit à peine plus de la moitié du taux observé en 2021. La production a reculé au quatrième trimestre dans 15 économies de l'OCDE, la plupart en Europe. Les économies de la région Asie-Pacifique ont également affiché des résultats relativement médiocres, sachant que l'activité en Chine continuait d'être freinée par une vague de contaminations par le COVID-19, ainsi que par des restrictions liées à la santé publique. Le PIB chinois n'a progressé que de 3 % en 2022, enregistrant son taux de croissance annuelle le plus faible depuis quarante ans, abstraction faite de 2020, qui a été une année encore plus fortement marquée par la pandémie.

Graphique 1.1. La croissance mondiale a ralenti et les indicateurs d'activité récents sont contrastés

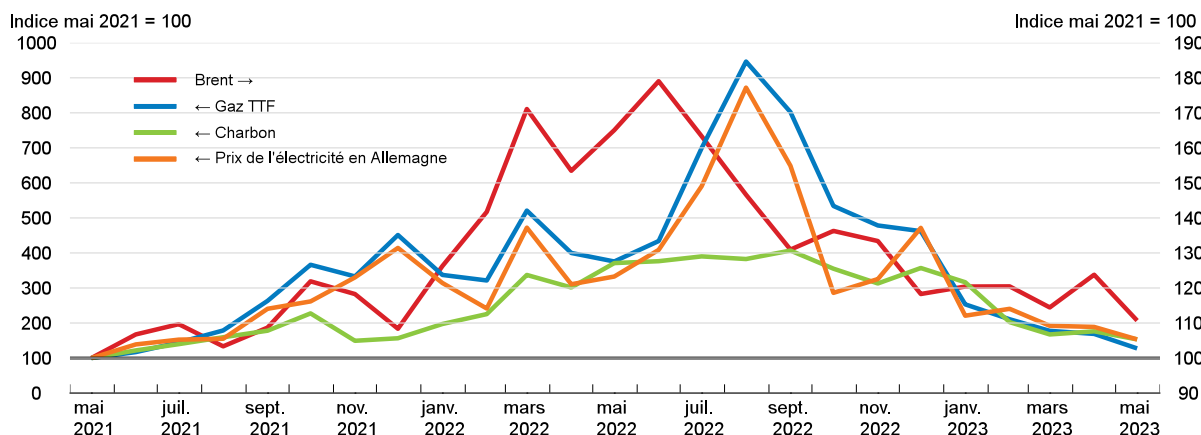


Note : Dans la partie A du graphique, la croissance annuelle correspond à la variation en glissement annuel pour le trimestre indiqué. La croissance trimestrielle annualisée correspond à la croissance en glissement trimestriel en rythme annualisé. Dans les parties C et D, l'agrégat « Monde » est calculé avec des coefficients de pondération fondés sur les parités de pouvoir d'achat (PPA). Les ventes au détail sont mesurées à partir de la consommation mensuelle des ménages pour les États-Unis et de l'indice mensuel de la consommation réelle pour le Japon.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; 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/jg0h3m>

Graphique 1.2. Les prix de l'énergie sont revenus au niveau observé à la mi-2021



Note : La mention « Gaz TTF » correspond au prix de cet hydrocarbure sur le marché néerlandais du gaz naturel TTF (*Title Transfer Facility*), tandis que le prix du charbon est celui communiqué par l'Institut d'économie internationale de Hambourg (HWWI, *Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut*).

Source : SMARD, Agence fédérale allemande des réseaux (*Bundesnetzagentur*), 2023 ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/zyqw7l>

Les indicateurs économiques des premiers mois de 2023 se sont améliorés, le taux de croissance du PIB mondial s'étant hissé, en rythme annualisé, à un peu plus de 3 % au premier trimestre, malgré des résultats contrastés selon les pays. La croissance a rebondi au Brésil, en Chine, en Inde et au Japon mais ralenti aux États-Unis, tandis que la production n'a augmenté que modestement dans la zone euro et au Royaume-Uni. Les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises se sont nettement améliorés par rapport à la fin de 2022, en particulier dans le secteur des services (graphique 1.1, partie B), et les indicateurs de la confiance des consommateurs dans les grandes économies ont également commencé à se redresser après avoir atteint de très bas niveaux l'année dernière.

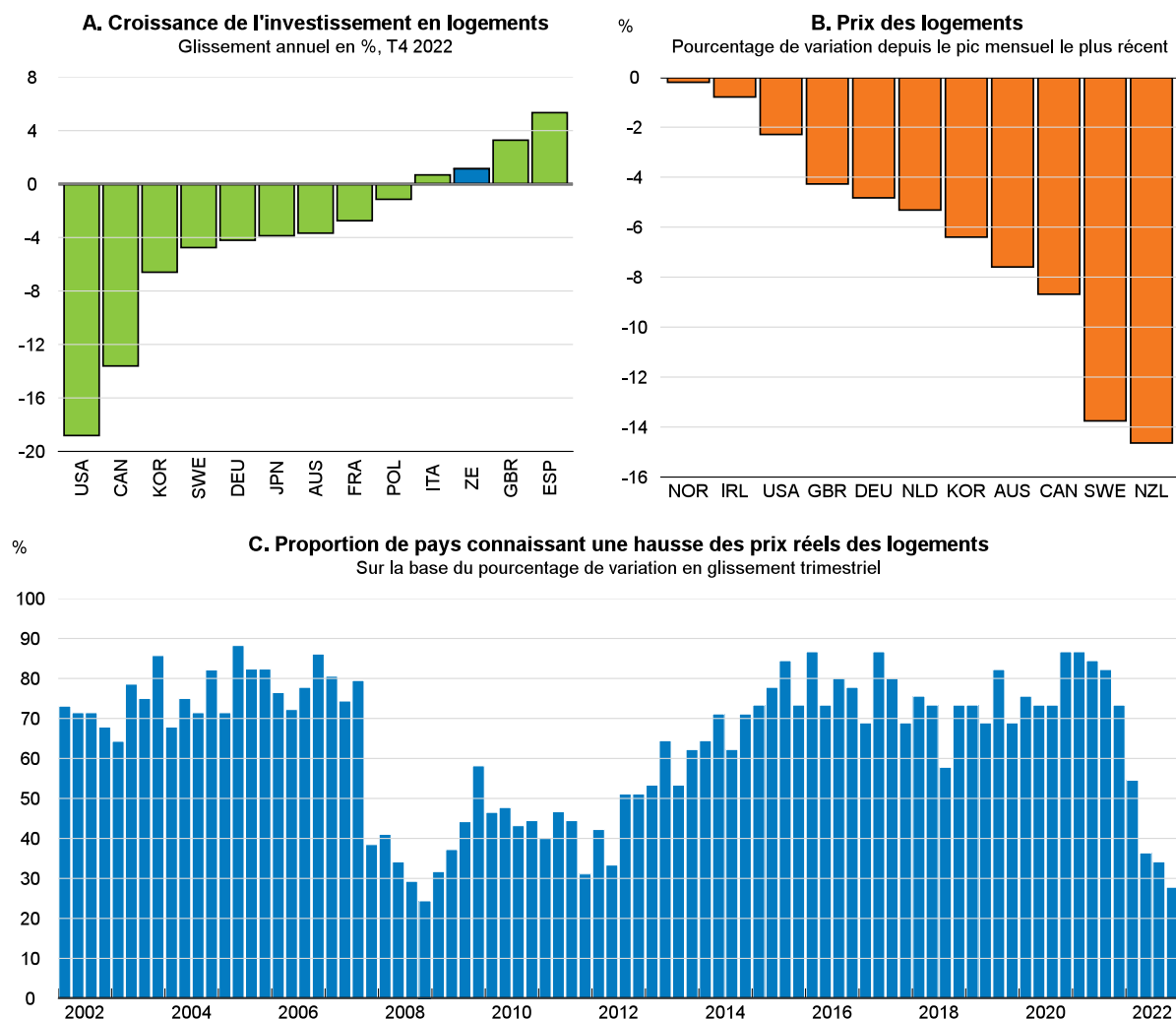
L'amélioration observée en ce début d'année est imputable dans une certaine mesure au recul des prix de l'énergie et à l'embellie des perspectives de la Chine. Les prix des produits énergétiques ont fortement chuté depuis l'été dernier, le recul du prix du gaz naturel ayant été particulièrement marqué, surtout en Europe (graphique 1.2). Toutefois, dans nombre de pays, cette baisse ne s'est pas encore entièrement répercutée sur les prix de détail. Les prix au comptant du pétrole et du charbon ont aussi sensiblement diminué par rapport aux sommets atteints après l'invasion de l'Ukraine l'an dernier, ce qui a atténué les tensions exercées sur les ménages et les entreprises. Les prix restent néanmoins globalement supérieurs à leurs niveaux antérieurs à la pandémie. L'abandon plus précoce que prévu par la Chine de sa politique « zéro COVID » en décembre 2022, conjuguée à l'assouplissement de ses politiques budgétaire et monétaire, a également renforcé la confiance des entreprises, dans la mesure où une croissance plus vigoureuse de l'économie chinoise aura des retombées positives dans la région Asie-Pacifique et ailleurs.

Les indicateurs d'activité mensuels récents brossent un tableau contrasté. La production du secteur manufacturier demeure faible (graphique 1.1, partie C), notamment dans plusieurs économies asiatiques, en partie du fait de l'atonie de l'activité dans le secteur des technologies. Dans la plupart des économies, l'amélioration observée au début de 2023 est ressortie plus clairement dans les secteurs de services, qui ont bénéficié du rebond de la demande des consommateurs en Chine et d'une croissance vigoureuse aux États-Unis (graphique 1.1, partie D). La demande de biens durables reste toutefois molle, en partie du fait de la plus grande sensibilité de ce type de dépenses aux conditions financières.

L'effet du durcissement des politiques monétaires devient de plus en plus manifeste sur les marchés immobiliers. Au second semestre de 2022, l'investissement en logements a diminué dans toutes les grandes économies de l'OCDE. Au quatrième trimestre, l'investissement en logements dans les économies de l'OCDE pour lesquelles on dispose de données était inférieur de 7 ½ pour cent au niveau observé l'année précédente, sachant qu'il a chuté de près de 19 % aux États-Unis et de plus de 13 % au Canada (graphique 1.3, partie A). Il a continué de se contracter dans ces pays au premier trimestre de 2023. Une correction des prix des logements s'est en outre amorcée à la suite du resserrement monétaire, les prix en valeur nominale reculant actuellement dans de nombreuses économies (graphique 1.3, partie B) et les prix en valeur réelle se dégradant de manière encore plus marquée compte tenu de la forte hausse des prix à la consommation. Les pays caractérisés par un ratio prix des logements/loyers élevé, un fort endettement des ménages et une proportion non négligeable de prêts hypothécaires à taux variable ont connu une correction des prix relativement rapide. La variation des prix a été moins marquée dans les pays affichant une forte croissance démographique et une proportion importante de prêts hypothécaires à taux fixe (OCDE, 2022b). Cela dit, un grand nombre de prêts hypothécaires sont assortis d'un taux variable ou fixé pour quelques années uniquement, et les emprunteurs seront de plus en plus confrontés à une hausse des charges d'intérêts si les taux hypothécaires restent au niveau élevé auquel ils s'établissent maintenant. L'expérience montre que les fluctuations des prix réels des logements vont souvent de pair avec des fluctuations conjoncturelles (Hermansen et Röhn, 2017 ; Cavalleri et al., 2019 ; graphique 1.4, partie C), et ce à la fois en raison de l'effet de freinage considérable exercé sur l'activité économique par le recul de l'investissement et les pressions sur les finances et les bilans des ménages, et du fait des tensions qui en découlent dans le secteur financier.

La croissance des échanges mondiaux a été relativement soutenue en 2022, s'établissant à 5 %, malgré la guerre en Ukraine, les fortes tensions géopolitiques, le niveau élevé des prix des matières premières et l'appréciation généralisée du dollar. L'atténuation graduelle des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, la poursuite du redressement de la demande de services de voyage et la levée progressive des restrictions de déplacement liées au COVID-19, en particulier en Asie, sont autant de facteurs qui ont soutenu les échanges. Malgré cette croissance annuelle relativement forte, les échanges de biens et de services ont faibli au quatrième trimestre de 2022, les volumes ayant fléchi de 7 % en rythme trimestriel annualisé. Le durcissement de la politique monétaire, le tassement de la production industrielle, le niveau élevé des stocks et le ralentissement du cycle des semi-conducteurs ont fait baisser la demande. De plus, une nouvelle vague de contaminations par le COVID-19 en Chine a restreint les échanges en Asie. Les échanges mondiaux en volume se sont partiellement redressés au premier trimestre de 2023, augmentant d'environ 1.8 % (en rythme annualisé), mais le commerce mondial de marchandises est resté très atone. Les prix des transports et les volumes d'expédition sont peu élevés et les mesures fondées sur des enquêtes des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier restent faibles dans l'ensemble, même si les commandes à l'exportation de services s'inscrivent toujours en hausse (graphique 1.4). Sachant que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre mondiale sont à présent en grande partie résorbés et que les activités économiques qui avaient été suspendues en Chine ont redémarré, l'atonie de la demande de produits manufacturés et de matières premières, qui représentent presque 80 % du volume total des échanges, pèsera sur la croissance du commerce mondial.

Graphique 1.3. Les effets du resserrement des politiques monétaires se font déjà sentir sur les marchés du logement

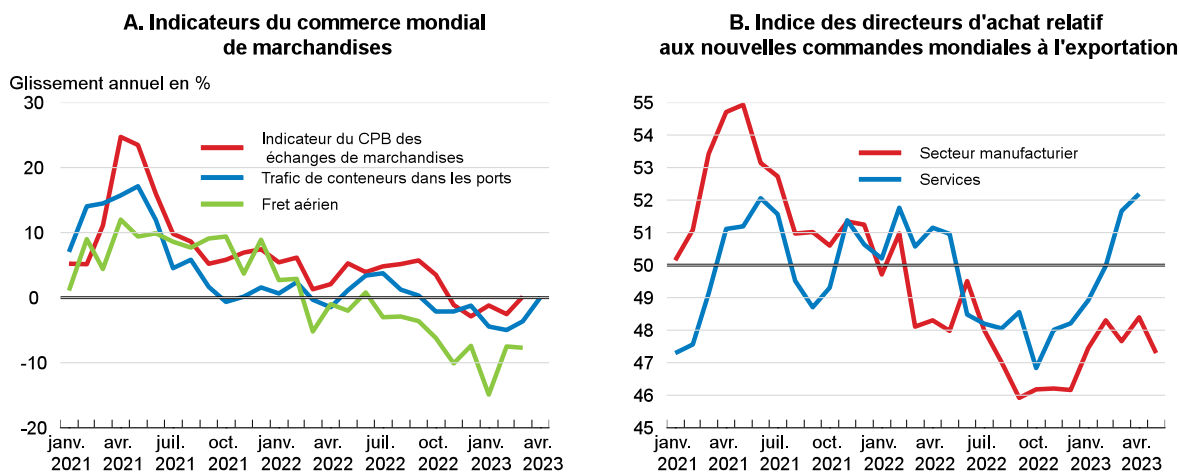


Note : Dans la partie B du graphique, le pic mensuel le plus récent a été atteint en novembre 2021 en Nouvelle-Zélande, en janvier 2022 en Australie, en février 2022 en Suède, en mai 2022 au Canada et en Corée, en juin 2022 en Allemagne, aux États-Unis et aux Pays-Bas, en août 2022 en Norvège et au Royaume-Uni, et en décembre 2022 en Irlande. Les dernières données disponibles datent de décembre 2022 pour la Suède, janvier 2023 pour la Corée, mars 2023 pour les États-Unis et l'Irlande, avril 2023 pour l'Allemagne, le Canada, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et les Pays-Bas, et mai 2023 pour l'Australie et le Royaume-Uni. Les données sont corrigées des variations saisonnières. Dans la partie C, l'échantillon utilisé est composé de l'ensemble des économies de l'OCDE à l'exception du Costa Rica, plus l'Afrique du Sud, le Brésil, la Bulgarie, la Chine, la Croatie, l'Inde, l'Indonésie et la Roumanie.


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; base de données analytique de l'OCDE sur les prix des logements ; Allemagne, Europace ; Australie, CoreLogic ; Canada, Teranet-Banque nationale du Canada ; États-Unis, indice Case-Shiller de Standard and Poor's ; Irlande, Office central des statistiques (Central Statistics Office) ; Norvège, Association des agents immobiliers norvégiens (Eiendom Norge) ; Nouvelle-Zélande, Institut national de l'immobilier (Real Estate Institute of New Zealand, REINZ) ; Pays-Bas, Bureau central des statistiques (Centraal Bureau voor de Statistiek) ; Royaume-Uni, Nationwide Building Society ; Suède, Valueguard ; et calculs de l'OCDE.

Malgré les restrictions commerciales liées à la guerre et les risques pesant sur l’approvisionnement en produits agricoles essentiels en provenance d’Ukraine, les exportations alimentaires mondiales se sont relativement bien tenues. Les exportations de blé, de maïs et d’orge en provenance d’Ukraine ont chuté de 9.1 % en 2022, pour s’établir à 41.3 millions de tonnes, mais l’Initiative céréalière de la mer Noire a permis l’expédition de plus de 16 millions de tonnes approuvées de denrées alimentaires depuis l’Ukraine en 2022 et de plus de 15 millions de tonnes au cours des cinq premiers mois de 2023. Accélérer le transport des denrées alimentaires via cette initiative, en soutenant les inspections et les services d’assurance du commerce international, permettrait d’accroître les exportations de l’Ukraine vers ses marchés traditionnels au Moyen-Orient et en Afrique et d’améliorer ainsi la sécurité alimentaire dans ces pays¹.

Graphique 1.4. Les indicateurs des échanges mondiaux restent globalement dégradés



Source : Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas ; Institut d’économie maritime et de logistique (ISL, *Instituut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik*) ; Association du transport aérien international (IATA) ; S&P Global ; et calculs de l’OCDE.

StatLink  <https://stat.link/x0ys97>

Les marchés financiers restent tendus et volatils

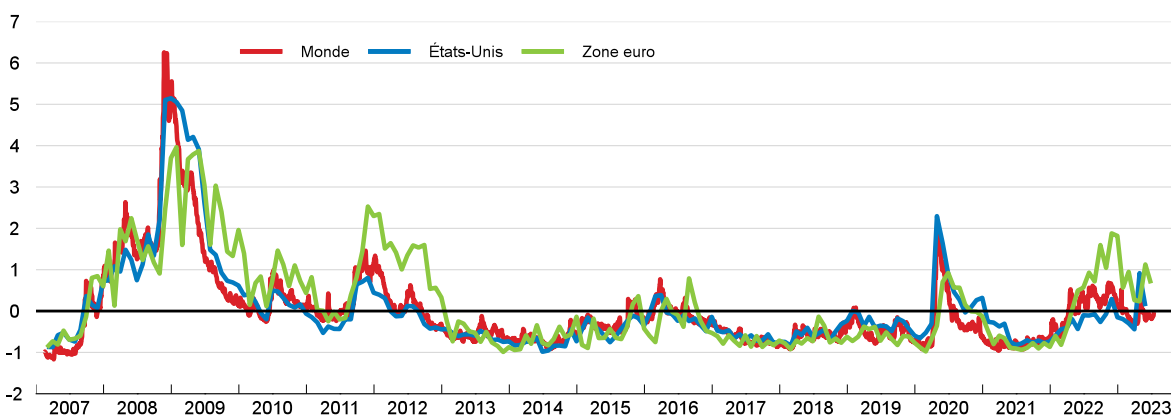
Les effets du resserrement de la politique monétaire transparaissent de plus en plus dans l’évolution des marchés financiers, en particulier dans les conditions de crédit et les prix des titres à revenu fixe à long terme. Des tensions importantes sont en outre apparues dans certains pans du système bancaire, ce qui a accru la volatilité des marchés sans toutefois conduire à un nouveau durcissement généralisé important des conditions financières.

¹ Le rail, autre solution envisageable pour diversifier les modes d’acheminement et, par conséquent, les marchés, pourrait prendre plus de temps compte tenu des coûts et des problèmes de coordination liés aux disparités des normes applicables au matériel roulant.

La défaillance de certaines banques américaines régionales au cours des derniers mois et le rachat forcé de Credit Suisse, une banque d'importance systémique à l'échelle mondiale, ont rapidement créé des tensions sur les marchés bancaires mondiaux. Les indices boursiers du secteur bancaire ont fortement chuté, et les primes des contrats d'échange sur risque de défaillance bancaire (CDS, *Credit Default Swaps*) se sont envolées, augmentant d'environ 60 à 80 points de base aux États-Unis et dans la zone euro. Bien que notable, cette hausse s'est avérée nettement plus faible que celle observée au plus fort de la crise financière mondiale en 2008. Les mesures prises en temps opportun par les pouvoirs publics pour faire face à la défaillance de certains établissements et remédier aux problèmes de liquidité des banques ont permis de stabiliser les conditions financières (graphique 1.5), mais d'importants risques de liquidité, de duration et de crédit subsistent dans certains segments des marchés financiers.

La hausse du coût de financement des banques (graphique 1.8, partie A) et la nécessité de renforcer encore les volants de fonds propres et de liquidités se traduiront probablement par un nouveau durcissement des conditions de crédit. Les critères d'octroi de prêts bancaires se sont déjà sensiblement durcis dans la plupart des grandes économies avancées, en particulier aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 1.8, partie B), mais pas au Japon, où la politique monétaire demeure accommodante. Aux États-Unis, la restrictivité des critères d'octroi des prêts s'est accentuée plus vite que lors des précédents cycles de resserrement, mais elle n'a pas encore atteint les sommets observés au plus fort de la crise financière mondiale. L'évolution des taux d'intérêt directeurs dans d'autres pays s'est rapidement transmise aux taux créditeurs, tandis que les banques ont répercuté le coût élevé de leur financement sur les taux débiteurs, entraînant un ralentissement de la croissance du crédit dans un grand nombre d'économies (encadré 1.1). Le nombre de nouveaux prêts au logement a fortement diminué dans plusieurs pays de l'OCDE, notamment dans les plus grandes économies européennes.

Graphique 1.5. Les tensions financières sont restées modérées jusqu'à présent



Note : Le graphique présente divers indicateurs de tensions systémiques sur les marchés financiers. Ceux-ci représentent de manière synthétique les perturbations par rapport à un fonctionnement normal des marchés sur divers segments, tels que les marchés monétaires, les marchés d'actions, les marchés obligataires, les marchés du crédit et les marchés des changes. Les valeurs positives (négatives) indiquent que les tensions financières sont supérieures (inférieures) à la moyenne sur longue période. Les données sont normalisées.

Source : Banque centrale européenne ; Banque fédérale de réserve de Kansas City ; Bureau de recherche financière (Office of Financial Research) du département du Trésor des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

Encadré 1.1. Répercussions de la politique monétaire sur les conditions de financement des ménages et des entreprises : une évaluation préliminaire

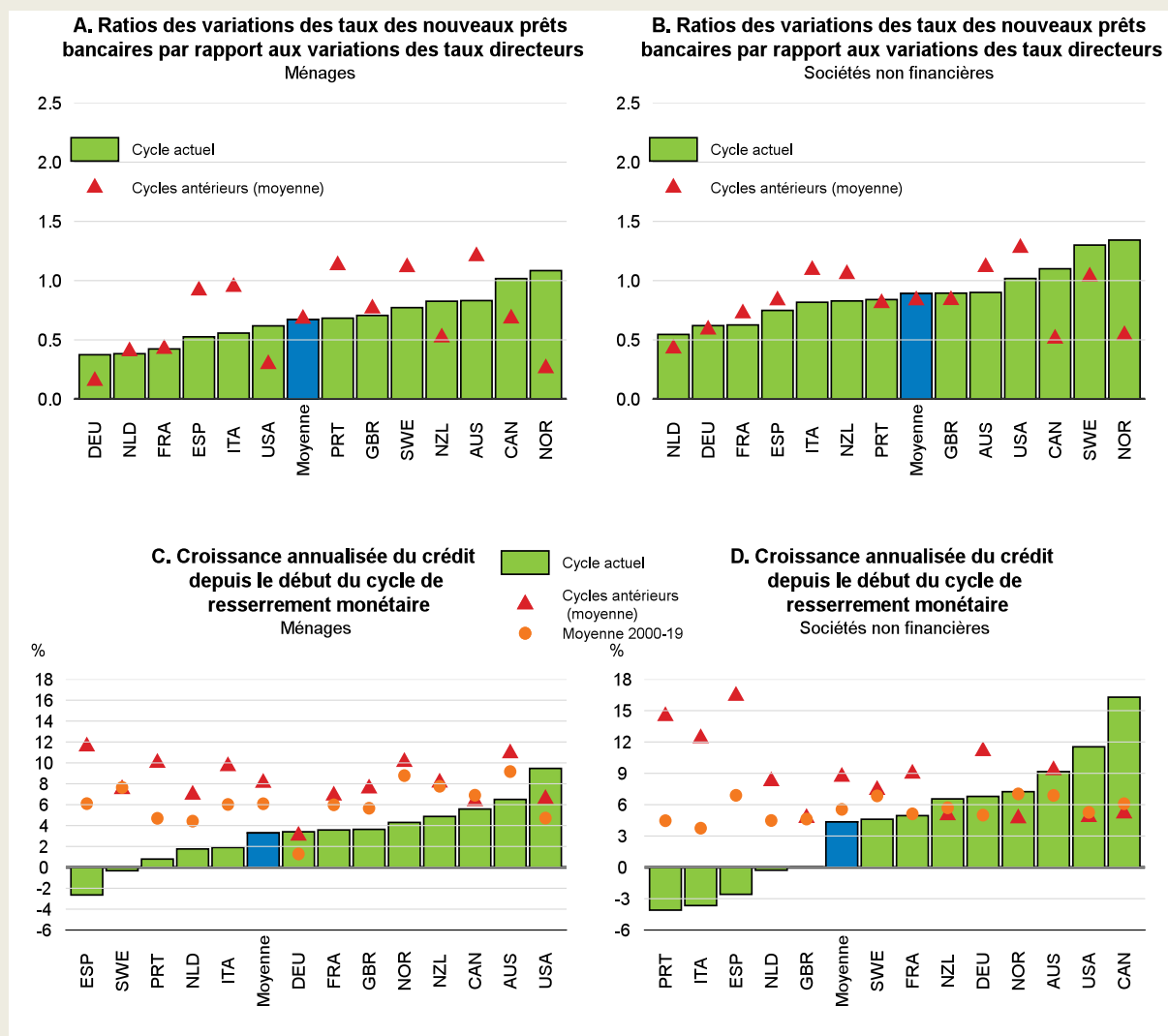
L'incidence de la politique monétaire sur les conditions de financement des ménages et des entreprises constitue un canal essentiel de transmission des changements apportés à l'orientation de la politique monétaire¹. L'efficacité de la politique monétaire dépend en fin de compte de la vitesse et de l'ampleur de la répercussion des modifications de taux directeurs sur les agents économiques. Les relèvements des taux directeurs se sont déjà rapidement répercutés sur les taux du marché monétaire et les coûts de financement des banques au cours de l'année écoulée, les taux interbancaires et les taux créditeurs ayant atteint des niveaux que l'on n'avait plus observés dans certains pays depuis le paroxysme de la crise financière mondiale. Le présent encadré a pour objet d'évaluer la mesure dans laquelle ces évolutions influent sur les conditions de financement des ménages et des entreprises. Il ressort de cette évaluation que les variations des taux d'intérêt directeurs dans les économies avancées se répercutent rapidement sur les conditions de crédit des banques, la transmission se produisant à un rythme globalement comparable à celui observé lors des précédents cycles de resserrement monétaire. La répercussion de la politique monétaire sur les rendements des obligations d'entreprise semble être plus lente.

La comparaison des variations des taux directeurs et des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts bancaires constitue un moyen d'évaluer la vigueur et la rapidité de la transmission de la politique monétaire². Les banques fixent généralement le taux débiteur appliqué aux ménages et aux entreprises en fonction de leurs propres coûts de financement, et le majorent d'une marge³. En moyenne, dans l'ensemble des pays, les banques ont rapidement répercuté la hausse de leurs coûts de financement sur les agents économiques (graphique 1.6, parties A et B), en particulier sur les sociétés non financières, pour lesquelles les taux débiteurs bancaires ont augmenté en moyenne dans presque la même proportion que les taux directeurs. La transmission se produit en moyenne à un rythme comparable à celui observé lors des précédents cycles de resserrement monétaire, mais il existe des variations notables entre les pays. Les plus fortes variations relatives des nouveaux taux débiteurs des banques sont observées en Australie, au Canada, en Norvège, en Nouvelle-Zélande et en Suède, ce qui s'explique, dans certains cas, par un resserrement plus précoce de la politique monétaire.

Dans certains pays, dont l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suède, les taux débiteurs bancaires ont augmenté plus rapidement que les taux créditeurs, ce qui indique que la politique monétaire s'est transmise un peu plus lentement aux épargnants qu'aux emprunteurs⁴. Toutefois, les taux créditeurs ont commencé depuis peu à grimper plus rapidement, les banques s'efforçant de lutter contre le durcissement des conditions de liquidité et l'accélération des retraits de dépôts en offrant des taux de rémunération plus élevés à leur clientèle. Les données relatives à la zone euro montrent, d'une part, que les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts à court terme octroyés à des sociétés non financières ont généralement augmenté plus vite que ceux appliqués aux prêts assortis d'échéances plus longues et, d'autre part, que la hausse des taux des prêts à la consommation octroyés aux ménages a été inférieure à celle des taux des prêts au logement.

L'ascension rapide des taux débiteurs des banques s'est accompagnée d'un ralentissement du rythme de croissance nominale du crédit (graphique 1.6, parties C et D). Le crédit aux ménages a connu un ralentissement un peu plus marqué, même si le crédit aux entreprises s'est contracté dans quelques pays. Dans la majorité des pays considérés, la croissance du crédit s'est révélée plus modérée qu'elle ne l'a été à des moments similaires des cycles de resserrement monétaire antérieurs, et s'avère en outre inférieure à la moyenne sur la période 2000-19, en particulier si l'on regarde le crédit aux ménages. Les données disponibles donnent donc à penser que la transmission de la politique monétaire est au moins aussi efficace que lors des cycles antérieurs. En termes réels, le ralentissement de la croissance du crédit est encore plus marqué, l'inflation s'établissant dans la plupart des pays à un niveau plus élevé que pendant de nombreux cycles de resserrement monétaire antérieurs.

Graphique 1.6. Le crédit bancaire connaît un ralentissement et devient rapidement plus coûteux

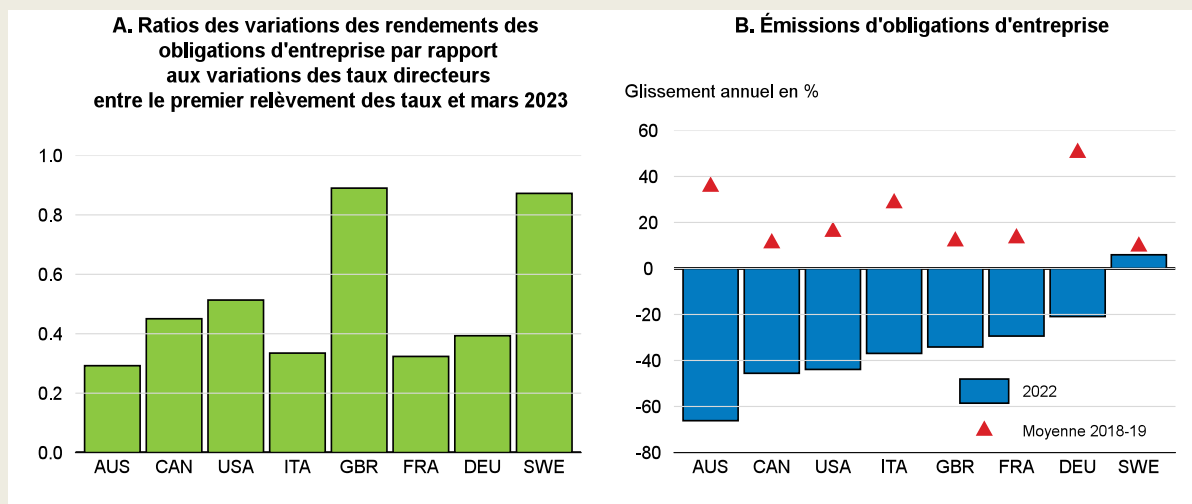


Note : Pour le cycle de resserrement monétaire actuel, les variations des taux directeurs, des taux des nouveaux prêts bancaires et de la croissance du crédit sont calculées entre la date du premier relèvement de taux et le mois de mars 2023. Pour tous les cycles de resserrement antérieurs, les variations sont calculées à partir du premier relèvement de taux et sur une période correspondant à celle écoulée depuis le premier relèvement effectué dans le cycle actuel. Elles correspondent à des moyennes simples des cycles de resserrement observés dans les différents pays depuis 2000. « Moyenne » est une moyenne simple de l'ensemble des pays. Les taux débiteurs et la croissance des prêts aux ménages renvoient aux prêts au logement.

Source : Réserve de la banque d'Australie ; Banque du Canada ; Banque d'Angleterre ; Banque centrale européenne ; Banque du Japon ; Réserve de la Banque de la Nouvelle Zélande ; Statistiques de la Norvège ; Sveriges Riksbank ; Banque nationale suisse ; Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale ; et calculs de l'OCDE.


StatLink <https://stat.link/14d3k7>

Graphique 1.7. Le resserrement de la politique monétaire s'est également répercuté sur les marchés des obligations d'entreprise



Note : Pour la partie A, les rendements des obligations d'entreprise, toutes échéances confondues, sont sur la base des indices obligataires Bloomberg.

Source : Bloomberg ; Banque des règlements internationaux ; et calculs de l'OCDE.

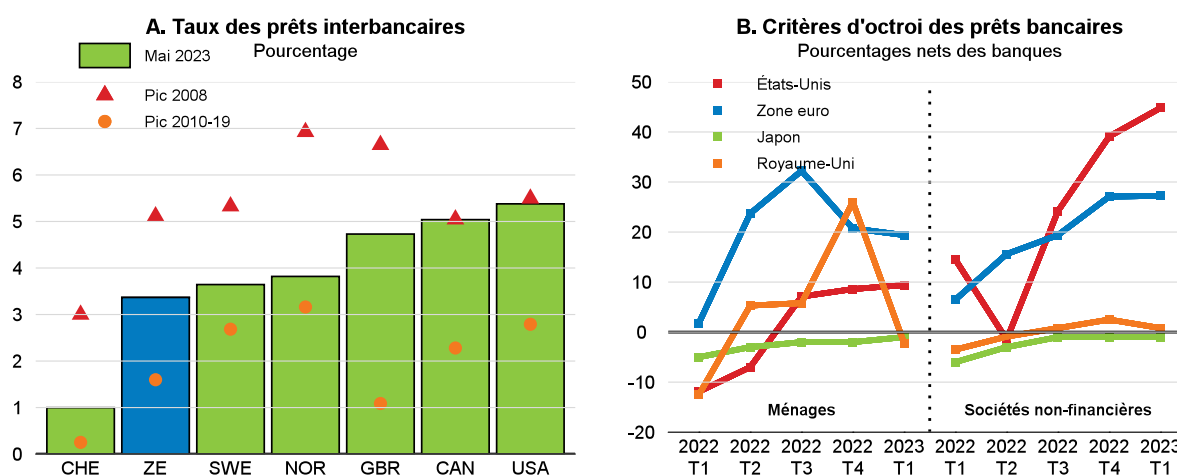
StatLink  <https://stat.link/wj4cv0>

Les enquêtes sur les prêts bancaires laissent penser que le ralentissement de la croissance du crédit et la hausse des taux débiteurs que l'on observe dans les économies avancées de l'OCDE sont le reflet d'un durcissement des critères d'octroi et d'une baisse de la demande de crédit. Bien que les données ne soient disponibles que pour quelques pays, une très large majorité des banques ont fait état d'un durcissement des critères d'octroi des prêts au cours des derniers trimestres, en particulier des critères appliqués aux prêts hypothécaires dans la zone euro et aux prêts aux sociétés non financières aux États-Unis. Les critères d'octroi de prêts hypothécaires se sont également durcis au Royaume-Uni, mais dans une moindre mesure. Les enquêtes montrent que la demande de crédit a aussi nettement reculé, notamment pour l'achat d'un logement dans la zone euro et aux États-Unis, ce qui tient à de multiples facteurs, tels que la faible croissance des revenus. Dans la zone euro, la diminution de la demande de prêts au logement est comparable à celle observée pendant la crise financière mondiale. Les banques s'attendent à ce que les conditions de crédit se dégradent encore au deuxième trimestre de 2023, en particulier pour les prêts aux ménages, essentiellement en raison, là encore, du durcissement des critères d'octroi des prêts et, dans la zone euro et aux États-Unis, d'une nouvelle baisse de la demande de crédit.

La hausse des taux directeurs a également influé sur le coût et le volume de la dette pouvant être émise par les entreprises sur les marchés. Les rendements des obligations d'entreprise ont augmenté au cours des derniers trimestres dans la plupart des économies avancées (graphique 1.7). Dans l'ensemble, la politique monétaire semble se répercuter plus lentement sur les rendements des obligations d'entreprise que sur les taux débiteurs des banques. Les émissions d'obligations d'entreprise se sont en outre tariées depuis peu dans la plupart des économies. Des données recueillies au niveau des entreprises de la zone euro montrent par ailleurs que les entreprises plus risquées ont réduit leurs émissions obligataires de manière plus sensible que les autres entreprises depuis juin 2022 (Lane, 2023). En raison des délais de transmission de la politique monétaire, l'effet de tous les récents relèvements des taux directeurs ne s'est pas encore pleinement matérialisé sur les coûts de financement. Alors que les banques continuent de répercuter la hausse des taux directeurs sur les ménages et les entreprises, les conditions de financement pourraient se durcir davantage au cours des prochains trimestres, ce qui pèserait sur l'activité économique.

1. Les travaux publiés sur la question mettent en évidence trois principaux canaux de transmission de la politique monétaire : le canal des taux d'intérêt, le canal des prix d'actifs et le canal du crédit (Bernanke et Gertler, 1995 ; Mishkin, 1996). Par le canal des taux d'intérêt, les variations des taux directeurs se transmettent aux taux débiteurs et créditeurs appliqués aux ménages et aux entreprises via les marchés monétaires, influant sur les décisions d'investissement et d'épargne. Par le canal des prix d'actifs, la politique monétaire agit sur les prix des obligations, des actions et de l'immobilier, influant sur le coût effectif du capital et le patrimoine net des ménages et des entreprises et, partant, sur la consommation et l'investissement. Enfin, le canal du crédit transmet les signaux de politique monétaire en influant sur les bilans des banques, des entreprises et des ménages, et donc sur l'offre et la demande de crédit.
2. L'évolution des taux débiteurs des banques peut être fonction de facteurs autres que les changements d'orientation de la politique monétaire, notamment les variations exogènes des conditions de la demande et de l'offre.
3. L'ampleur de cette marge dépend de plusieurs facteurs, notamment du modèle d'affaires des banques, de l'état de leur bilan, de leur niveau de levier, du degré de concurrence au sein du système bancaire, de la conjoncture et de l'appétence des banques pour le risque (Maravalle et Gonzalez Pandiella, 2022).
4. Les produits dégagés par les banques au titre de leur activité de transformation d'échéances ont augmenté en 2022, ce qui a permis aux banques de reconstituer leurs marges bénéficiaires après la pandémie. Les données laissent toutefois entrevoir une nouvelle détérioration de la rentabilité des banques dans un certain nombre de pays au début de 2023.

Graphique 1.8. Les coûts de financement des banques ont fortement augmenté et les critères d'octroi des prêts se sont durcis

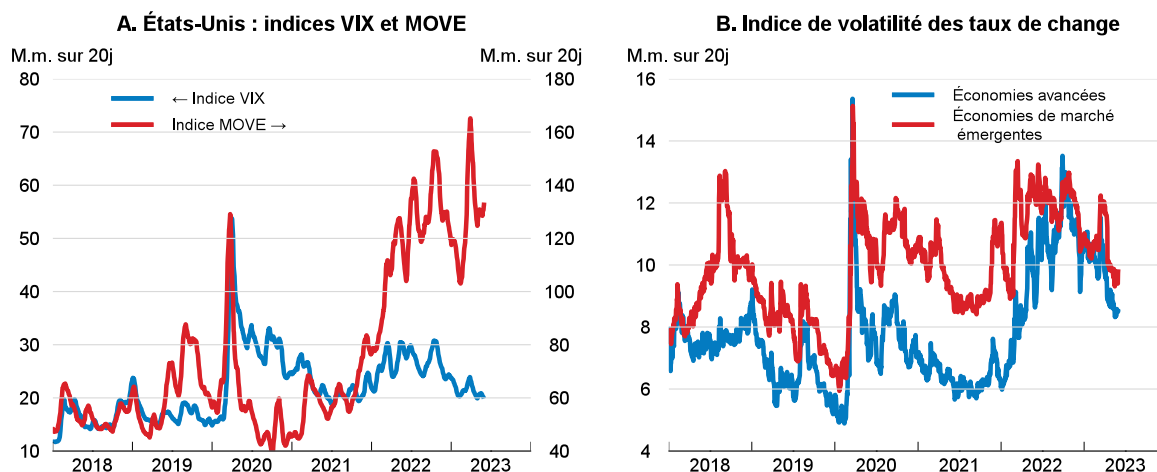


Note : La partie A du graphique présente les taux d'intérêt interbancaires à 1 mois et la partie B montre les pourcentages nets trimestriels des réponses aux enquêtes sur le crédit bancaire relatives à l'évolution des critères d'octroi des prêts en 2022 et au premier trimestre de 2023. Dans la partie B, les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi des prêts et la somme des pourcentages de banques faisant état d'un assouplissement des critères d'octroi des prêts. Un pourcentage positif (négatif) indique un durcissement (assouplissement) des critères d'octroi. Dans le cas du Royaume-Uni, on utilise comme indicateur représentatif des critères d'octroi l'inverse de la mesure des prêts octroyés. Pour les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni, les critères d'octroi des prêts aux sociétés non financières sont ceux appliqués aux grandes entreprises.

Source : Banque du Canada ; Banque d'Angleterre ; Banque centrale européenne ; Banque du Japon ; Banque centrale de Norvège ; Sveriges Riksbank ; Banque nationale suisse ; Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale ; et calculs de l'OCDE.

La situation a été volatile sur l'ensemble des marchés, mais les cours des actifs risqués se sont réorientés à la hausse ces derniers mois. L'évolution rapide des anticipations des marchés quant à la trajectoire future de la politique monétaire a entraîné une volatilité persistante sur les marchés des obligations d'État (graphique 1.9, partie A), dépassant même le pic enregistré au plus fort de la pandémie. Sur les marchés des changes, la volatilité a diminué par rapport au sommet atteint en mars 2023, mais elle reste forte (graphique 1.9, partie B). Les indices boursiers généraux se sont inscrits en hausse dans la plupart des pays depuis la fin de 2022, et les cours des actions bancaires se sont redressés dans la plupart des économies avancées, après être tombés à de bas niveaux en mars. Les rendements des obligations d'État à 10 ans ont légèrement diminué aux États-Unis mais ont progressé dans la zone euro et au Royaume-Uni (graphique 1.10), et les primes d'échéance sur les marchés des obligations souveraines ont augmenté dans l'ensemble. Les taux réels à long terme des obligations d'État restent inférieurs aux niveaux qui étaient généralement observés avant la crise financière mondiale. Les écarts de rendement des obligations souveraines restent également modérés dans l'ensemble de la zone euro, à la faveur de l'instrument de protection de la transmission de la BCE et de la souplesse de répartition entre les pays du réinvestissement des remboursements de titres obligataires détenus par l'Eurosystème et arrivant à échéance. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont toutefois creusés, en particulier ceux des obligations d'entreprise de qualité inférieure à la catégorie investissement dans les économies avancées.

Graphique 1.9. La volatilité des marchés obligataires s'est fortement accrue

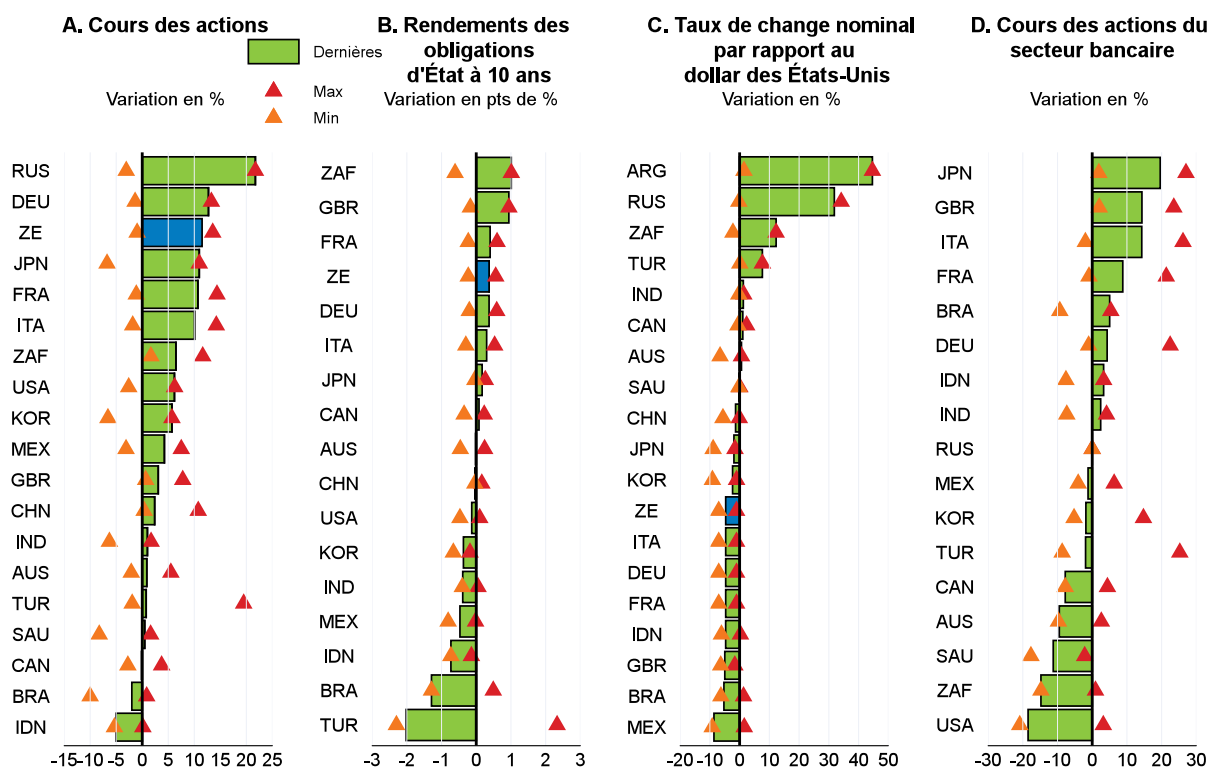


Note : Dans la partie A, on peut considérer la volatilité implicite, telle qu'elle est mesurée par l'indice VIX, comme une mesure du risque anticipé par le marché (volatilité future). L'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) est un indice pondéré de la courbe des rendements représentant 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 partie B montre les indices de volatilité des changes de J.P. Morgan pour les principales économies avancées et les économies de marché émergentes. Les indices sont des agrégats de la volatilité implicite des options de change d'un panier avec des échéances de 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an négociées « sur le marché ».

Source : Federal Reserve Bank of St. Louis ; Merrill Lynch Option Volatility Estimate ; FactSet ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/nporj4>

Graphique 1.10. Les cours des actions et les rendements des obligations ont rebondi après avoir fortement baissé dans un grand nombre de pays



Note : « Dernières » fait référence à la variation observée entre la moyenne de novembre 2022 et les dernières données disponibles jusqu'au 2 juin 2023. Les valeurs maximum (« Max. ») et minimum (« Min. ») correspondent aux plus fortes hausses et aux plus fortes baisses par rapport à la moyenne de novembre 2022. Variations mesurées à partir d'une moyenne sur 10 jours des observations journalières. Dans la partie C, une valeur positive correspond à une dépréciation.

Source : Base de données de l'OCDE sur les taux de change ; FactSet ; et calculs de l'OCDE.

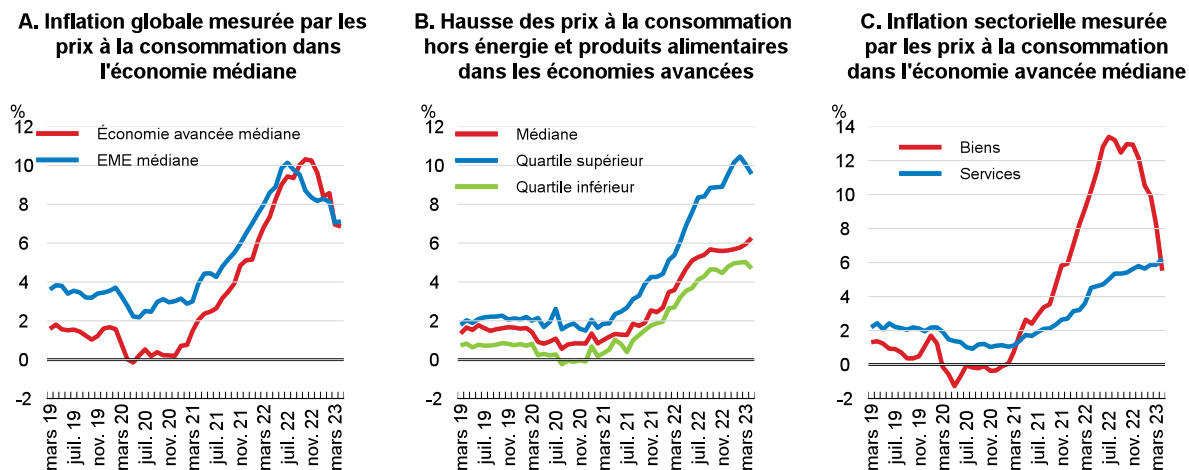
StatLink  <https://stat.link/lveci8>

Le dollar des États-Unis s'est déprécié vis-à-vis de la plupart des monnaies des économies avancées et des économies de marché émergentes depuis novembre 2022 (graphique 1.10, partie C), sous l'effet de la réduction des écarts de taux d'intérêt directs entre les États-Unis et d'autres pays et de l'anticipation par les marchés d'une fin probablement imminente du cycle de hausse des taux directeurs américains. Dans ce contexte, les signes de tensions financières se sont atténués dans les économies de marché émergentes. Les indices boursiers ont légèrement progressé en Chine, du fait de la réouverture de l'économie, mais ils ont chuté dans certains pays exportateurs d'énergie, sur fond de baisse des prix des matières premières (graphique 1.10, partie A). Bien que les rendements des obligations d'État libellées en monnaie locale aient globalement diminué dans les grandes économies de marché émergentes (graphique 1.10, partie B), les écarts de rendement par rapport aux obligations d'État américaines demeurent importants dans les pays caractérisés par une forte inflation ou des primes de risque élevées. Les écarts de rendement entre les obligations d'État libellées en devises et les obligations d'État américaines se sont en outre réduits dans la plupart des économies de marché émergentes, ce qui donne à penser que le risque de crédit souverain reste limité à ce jour. Les rendements des obligations d'entreprise de catégorie investissement dans les économies de marché émergentes demeurent inférieurs au sommet atteint en 2022 mais sont supérieurs à leur moyenne de l'année dernière.

Les tensions inflationnistes sous-jacentes restent fortes

Sous l'effet du recul des prix de l'énergie, l'inflation globale a diminué ces derniers mois dans la plupart des économies, malgré la hausse rapide et continue des prix des produits alimentaires et des services. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste toutefois obstinément élevée dans un grand nombre de pays (graphique 1.11). L'inflation sous-jacente provient essentiellement des services ; or la hausse des prix des services tend à être moins variable que celle des prix des biens, et davantage fonction des coûts de main-d'œuvre. Qui plus est, les prix de certains services sont révisés peu fréquemment. Ainsi, la composante « loyers » des indices des prix à la consommation (qui comprend dans certains pays les loyers imputés des logements occupés par leur propriétaire) tarde généralement à suivre l'évolution des loyers du marché (c'est-à-dire des nouvelles locations), car les loyers des locations en cours ne sont révisés que de manière progressive, habituellement une fois par an². La hausse des prix des services tient en outre à la normalisation en cours de la structure de la demande après les profonds changements s'étant opérés durant la première année de la pandémie. La demande de services a rebondi, retournant vers sa trajectoire antérieure à la pandémie dans nombre de pays, tandis que l'envolée observée précédemment de la demande de biens, en particulier de biens durables, s'est atténuée.

Graphique 1.11. L'inflation globale a diminué mais l'inflation sous-jacente se révèle persistante



Note : Calculs fondés sur les taux d'inflation annuels jusqu'en avril 2023. L'acronyme « EME » désigne les économies de marché émergentes. Le graphique repose sur les chiffres relatifs à 33 économies avancées et à 16 économies de marché émergentes.

Source : Base de données de l'OCDE sur les prix à la consommation ; Bureau australien de statistiques (ABS, *Australian Bureau of Statistics*) ; Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*, BEA) des États-Unis ; Eurostat ; Inde, ministère des Statistiques et de la Mise en œuvre des programmes ; Pérou, Institut national de la statistique et de l'informatique (INEI) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/y2fpe1>

² Aux États-Unis, les loyers du marché ont diminué au cours de quatre des sept derniers mois et leur progression en glissement annuel a ralenti au cours des 14 derniers mois, mais la variation en glissement annuel de la composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation et du déflateur de la consommation des ménages (indice PCE, *personal consumption expenditures*) a continué d'augmenter jusqu'en avril 2023.

La poussée d'inflation observée en 2021-22 a tiré vers le bas les salaires réels et, dans un grand nombre de pays, le revenu disponible des ménages (graphique 1.15, partie A). Toutefois, la progression continue de l'emploi et les aides budgétaires ont permis de limiter la baisse globale du revenu disponible des ménages dans certains pays, en particulier en Europe³. La faiblesse des revenus des ménages et les pressions en résultant sur leur pouvoir d'achat ont fait craindre que les taux d'inflation élevés observés au cours de l'année écoulée ne soient imputables en partie à l'accroissement des bénéfices des entreprises plutôt qu'à la simple répercussion de la hausse des coûts des intrants. Une décomposition des facteurs contribuant au taux de croissance du déflateur du PIB – un indicateur des tensions sur les prix d'origine intérieure – donne à penser que l'augmentation conjuguée des bénéfices unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre contribue à expliquer la remontée de l'inflation, dans une mesure néanmoins variable selon les pays (encadré 1.2). Une part importante de la contribution des bénéfices unitaires à l'inflation est attribuable aux bénéfices réalisés dans les secteurs de l'énergie et de l'agriculture, leur contribution étant bien supérieure à la part qu'ils représentent dans l'ensemble de l'économie, mais la contribution des bénéfices enregistrés dans le secteur manufacturier et les secteurs de services s'est aussi accrue.

Malgré le ralentissement de la croissance de la production, les marchés du travail restent généralement tendus dans la plupart des économies de l'OCDE : les taux d'emploi et d'activité ont atteint des sommets historiques au quatrième trimestre de 2022 dans l'ensemble des pays de l'OCDE, et le taux de chômage de la zone OCDE s'est maintenu à un point bas de 4.8 % en mars 2023. Les pénuries de main-d'œuvre, qui mettent en évidence la nécessité de réformes supplémentaires bien ciblées dans certains pays, et la baisse des salaires réels ont entraîné une accélération des hausses de salaires nominaux négociés dans le cadre d'accords collectifs, même si le rythme est resté relativement modéré. Cela dit, les tensions sur le marché du travail semblent à présent s'atténuer dans un grand nombre d'économies avancées. Le nombre d'emplois vacants, qui était élevé, a commencé à refluer, les taux de licenciement augmentent, l'emploi intérimaire a reculé, et la hausse des salaires nominaux s'est globalement stabilisée et a même commencé à diminuer dans certains pays (graphique 1.15, partie B).

Encadré 1.2. La contribution des bénéfices unitaires aux tensions inflationnistes intérieures

Le prix de chaque bien ou service peut être décomposé en deux éléments : le coût unitaire des intrants achetés à d'autres entreprises et la valeur ajoutée unitaire, qui peut elle-même être décomposée en bénéfices unitaires, coûts unitaires de main-d'œuvre et taxes unitaires (nettes des subventions). La poussée d'inflation observée en 2021-22 ayant provoqué une crise du coût de la vie dans de nombreux pays, on s'est beaucoup interrogé sur la question de savoir si cette flambée était principalement imputable à l'accroissement des bénéfices unitaires des entreprises, à la hausse des salaires (tirant vers le haut les coûts unitaires de main-d'œuvre), ou à une combinaison de ces deux facteurs. Nous étudions dans le présent encadré les contributions de ces différents facteurs à l'inflation d'origine intérieure et comparons l'expérience récente avec la période de forte inflation connue dans les années 1970.

Les données nécessaires pour estimer l'effet induit par les variations des bénéfices unitaires, des coûts unitaires de main-d'œuvre et des taxes unitaires sur les prix à la consommation ne sont en général pas directement accessibles. Il est toutefois possible d'obtenir la décomposition du déflateur du PIB en mesurant le PIB par l'approche des revenus (Arce et al., 2023 ; Commission européenne, 2023). La variation du déflateur du PIB (soit « l'inflation du PIB ») diffère de celle de l'inflation mesurée par les prix à la consommation, la composition de la consommation des ménages étant différente de celle de la production intérieure. De nombreuses économies de l'OCDE sont notamment importatrices nettes de

³ Rapporté au nombre d'habitants, le revenu disponible des ménages a augmenté dans la zone OCDE aux troisième et quatrième trimestres de 2022, même si les revenus sont restés nettement inférieurs au niveau mesuré un an auparavant (OCDE, 2023e).

combustibles fossiles et de produits alimentaires. Or, les prix de l'énergie et des produits alimentaires ont considérablement augmenté en 2021-22. Par conséquent, dans ces pays, la hausse des prix à la consommation a été nettement plus forte que celle du déflateur du PIB au cours de cette période. En revanche, dans les économies exportatrices de pétrole et de gaz, les prix des biens produits sur le territoire national puis exportés ont rapidement augmenté, ce qui a porté l'inflation du PIB à un niveau supérieur à l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation.

Une décomposition de l'inflation du PIB ne donne donc qu'une image partielle de la contribution totale des bénéfices et des coûts de main-d'œuvre à l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation¹. Néanmoins, étant donné que le déflateur du PIB mesure le prix de la valeur ajoutée locale, l'inflation du PIB est un indicateur de l'inflation d'origine intérieure et peut permettre de mieux déterminer la mesure dans laquelle l'inflation globale est d'origine intérieure ou importée.

En procédant à une telle décomposition pour diverses économies de l'OCDE, on obtient un certain nombre d'informations :

- La période récente se caractérise par des augmentations concomitantes plus fréquentes de la contribution des bénéfices unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre à l'inflation, un phénomène qui n'avait plus été observé depuis les années 1970.
- La contribution accrue des bénéfices unitaires est en grande partie imputable aux activités extractives et aux services d'utilité publique, même dans les économies importatrices de matières premières.
- La période récente diffère – du moins jusqu'à présent – des années 1970 en ce sens que l'inflation du PIB a été globalement beaucoup plus forte dans les années 1970, notamment en raison d'une augmentation plus importante des coûts unitaires de main-d'œuvre.

La décomposition de l'inflation du PIB depuis 2019 est présentée au graphique 1.12 pour plusieurs pays de l'OCDE, à savoir trois exportateurs de matières premières (Australie, Canada et États-Unis) et six importateurs de matières premières. Comme on pouvait s'y attendre, l'inflation du PIB en 2021-22 a été plus importante dans les pays exportateurs de matières premières que dans les pays importateurs.

- La contribution des bénéfices unitaires a été relativement stable au cours des quatre derniers trimestres aux États-Unis et en Allemagne, après avoir été fortement positive pendant plusieurs trimestres.
- En revanche, la contribution des bénéfices unitaires a récemment augmenté dans de nombreux autres pays européens, notamment en Espagne, en France, en Italie, au Royaume-Uni, et dans la zone euro considérée dans son ensemble.
- La contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre a récemment augmenté en Australie, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro (notamment en Allemagne, en France et en Italie).
- Bien qu'elle soit généralement stable et modeste, la contribution des taxes unitaires a été particulièrement volatile après le choc lié au COVID-19, du fait des subventions liées à la pandémie, qui ont par la suite été progressivement supprimées, et de l'évolution de la composition des dépenses, en particulier celles de consommation des ménages.

Malgré sa progression récente, le taux d'inflation du PIB reste nettement inférieur aux niveaux observés dans les années 1970, en particulier dans les économies importatrices de matières premières. Lors des chocs pétroliers des années 1970, les coûts unitaires de main-d'œuvre et les bénéfices unitaires ont porté l'inflation du PIB à des taux à deux chiffres². Dans le cadre de l'épisode inflationniste actuel, la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre ainsi que, dans une moindre mesure, celle des bénéfices unitaires se sont avérées nettement plus faibles, en particulier dans les économies importatrices de matières premières.

L'augmentation conjuguée des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires qui a été observée en 2021-22 dans de nombreux pays, tels que l'Australie, le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro (l'Allemagne et l'Italie notamment), est plutôt inhabituelle. Au cours des deux décennies qui ont précédé la pandémie, on observait généralement une corrélation négative entre ces deux composantes, les hausses de l'une étant partiellement absorbées par les baisses de l'autre. Cette corrélation s'est affaiblie depuis peu, le coefficient de corrélation médian entre 17 pays de l'OCDE étant passé de -0.6 sur la période 2000-19 (données trimestrielles) à -0.2 sur la période 2021-22, soit une valeur comparable à celle observée durant la décennie 1971-81, qui a aussi été marquée par d'importants chocs sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Cela donne à penser qu'un contexte de hausse des coûts des intrants est susceptible de favoriser une hausse concomitante des bénéfices unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre, du moins en termes nominaux.

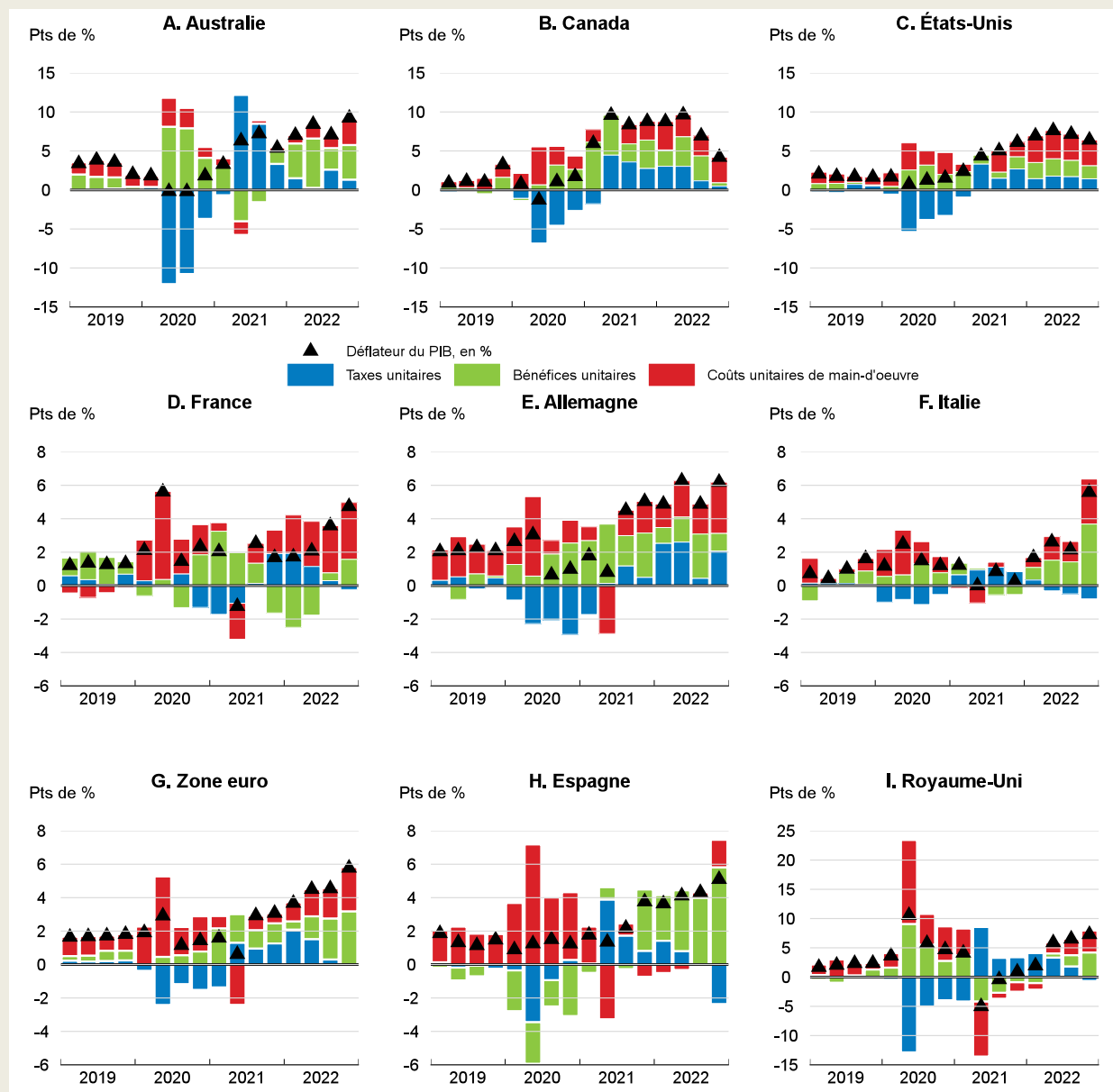
Une question essentielle qui se pose aux pouvoirs publics est de savoir si l'augmentation globale des bénéfices unitaires tient à un manque généralisé de pressions concurrentielles dans l'ensemble de l'économie, ou à des facteurs spécifiques ayant favorisé une forte croissance des bénéfices dans un petit nombre de secteurs ou au sein d'un sous-ensemble d'entreprises. En outre, une augmentation des bénéfices unitaires (c'est-à-dire des bénéfices par unité de valeur ajoutée) n'entraîne pas nécessairement une augmentation des marges bénéficiaires (soit les bénéfices en proportion des ventes), car du fait de la hausse des coûts des intrants (consommations intermédiaires comprises), les bénéfices par unité de valeur ajoutée et les bénéfices sur la production brute (ou les ventes) peuvent évoluer différemment (Colonna et al., 2023).

Les données relatives à l'évolution récente des marges bénéficiaires brossent un tableau contrasté. Colonna et al. (2023) constatent que les marges ont augmenté aux États-Unis et dans les secteurs non exportateurs en Allemagne, et qu'elles ont retrouvé leur niveau antérieur à la pandémie en Italie après avoir diminué. En s'appuyant sur des données sur les entreprises recueillies aux États-Unis, Weber et Wasner (2023) font valoir que la hausse des prix consécutive à la crise liée au COVID-19 s'explique essentiellement par le pouvoir de marché des grandes entreprises et les accords implicites conclus entre elles. Glover et al. (2023) estiment en revanche que l'accroissement des marges bénéficiaires au cours de la période 2021-22 tenait à l'anticipation par les entreprises d'une hausse future des coûts plutôt qu'à un renforcement du pouvoir de monopole ou à une intensification de la demande. D'après une étude récente menée sur la politique de la concurrence et l'inflation, il est possible qu'un affaiblissement de la concurrence ait contribué à la croissance des bénéfices des entreprises et du taux de répercussion des hausses de coûts (OCDE, 2022c).

L'évolution de la part des bénéfices dans le PIB fournit une preuve indirecte de l'augmentation de la rentabilité globale. Dans la plupart des économies avancées, le ratio de l'excédent brut d'exploitation par rapport au PIB était plus élevé en 2022 qu'en 2019 (graphique 1.13), ce qui signifie que les bénéfices unitaires ont augmenté plus rapidement que l'inflation du PIB au cours de cette période.

Graphique 1.12. La contribution des bénéfices unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre à l'inflation a récemment augmenté dans un grand nombre de pays

Contribution à l'inflation mesurée par les prix du PIB en glissement annuel



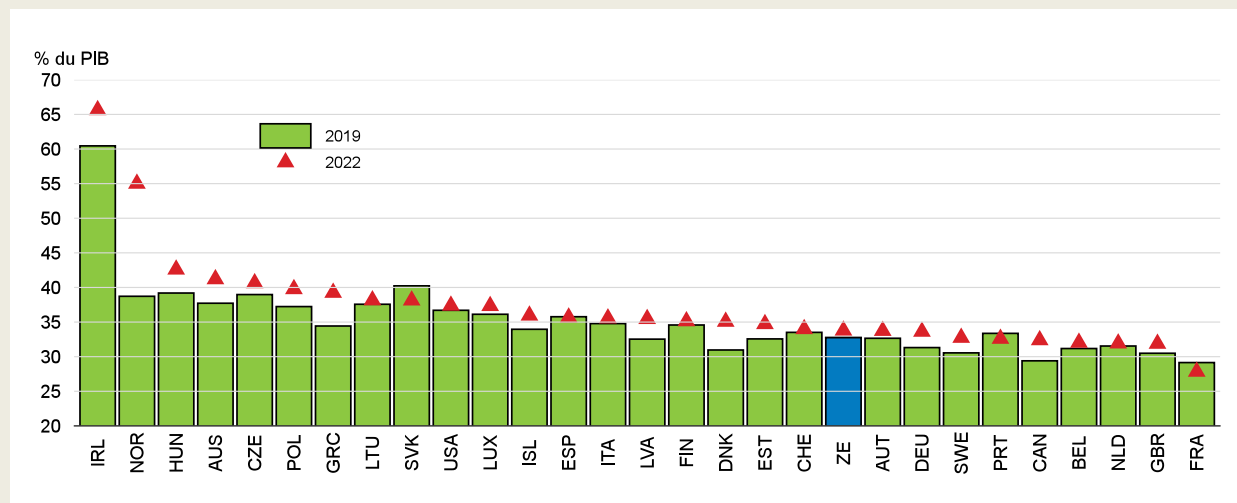
Note : L'inflation du PIB correspond au taux de variation du déflateur du PIB aux prix du marché. Le léger écart statistique entre la somme des composantes et le déflateur du PIB n'est pas représenté dans le graphique. Les taxes unitaires correspondent aux impôts sur la production nets des subventions par unité de PIB réel ; les bénéfices unitaires à l'excédent brut d'exploitation par unité de PIB réel ; et les coûts unitaires de main-d'œuvre à la rémunération des salariés par unité de PIB réel. Les données publiées sur l'excédent brut d'exploitation incluent les revenus mixtes, qui comprennent le revenu des travailleurs indépendants. Aux fins des calculs présentés dans ce graphique, on ajuste les données publiées sur l'excédent brut d'exploitation en attribuant une partie des revenus du travail indépendant aux coûts unitaires de main-d'œuvre, en partant de l'hypothèse que les travailleurs indépendants perçoivent en moyenne la même rémunération individuelle que les salariés, comme fait dans Schwelnus et al. (2018).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; base de données des Statistiques de l'OCDE sur les comptes nationaux trimestriels ; et calculs de l'OCDE.

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


Graphique 1.13. La proportion des bénéfices bruts dans le PIB a augmenté dans la plupart des pays depuis 2019

Excédent brut d'exploitation



Note : Les données publiées sur l'excédent brut d'exploitation sont ajustées en supprimant la part des revenus des travailleurs indépendants correspondant à la rémunération du travail plutôt qu'aux bénéfices. Pour ce faire, on part de l'hypothèse que les travailleurs indépendants perçoivent en moyenne la même rémunération individuelle que les salariés, comme dans Schwellnus et al. (2018).

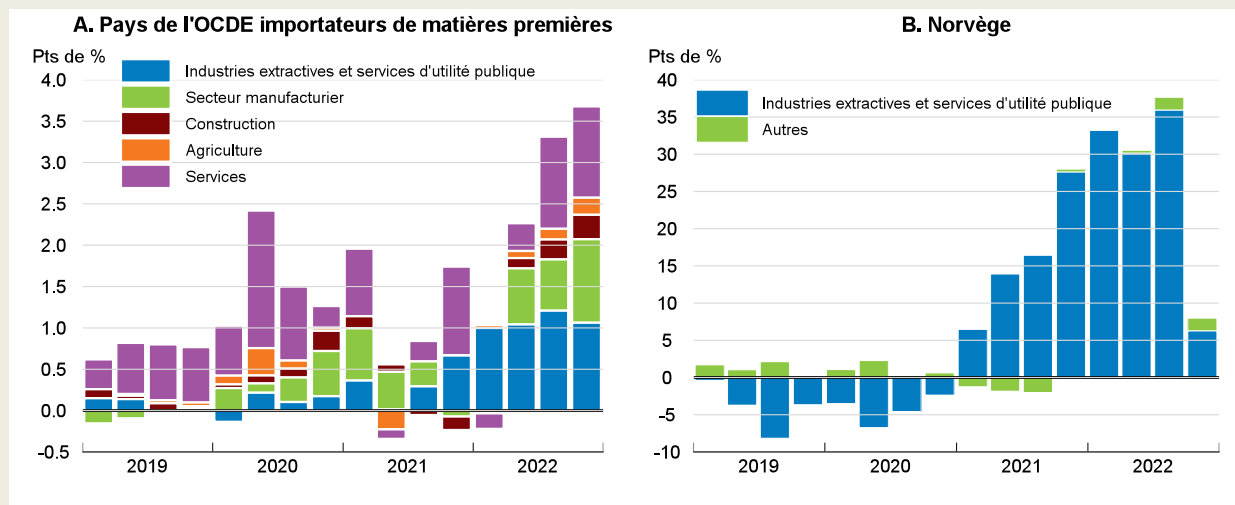
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; base de données des Statistiques de l'OCDE sur les comptes nationaux trimestriels ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/im9nb7>

La décomposition de la variation des bénéfices unitaires par secteur donne une indication de la mesure dans laquelle la hausse du niveau global des bénéfices unitaires correspond à une augmentation généralisée du pouvoir de fixation des prix dans l'ensemble des secteurs. En procédant à cette décomposition pour les 13 économies de l'OCDE importatrices de matières premières à l'aide d'une ventilation sectorielle disponible du PIB et en calculant le bénéfice unitaire comme la valeur ajoutée diminuée de la rémunération des salariés et des taxes, on constate qu'une proportion disproportionnée de la croissance des bénéfices unitaires observée en 2022 est imputable au secteur des activités extractives et des services d'utilité publique, qui regroupe les industries extractives et la fourniture d'électricité, de gaz et d'eau (graphique 1.14, partie A). Ce secteur ne représente que 4 % environ d'une économie moyenne, mais plus de 40 % de l'augmentation totale des bénéfices unitaires réalisés en 2022. Dans les pays importateurs de matières premières, cette croissance correspond sans doute essentiellement aux fournisseurs d'électricité et de gaz, notamment aux producteurs d'électricité renouvelable, qui n'ont pas souffert de la hausse des coûts mais qui ont bénéficié de l'augmentation des prix de détail. La contribution trimestrielle des autres secteurs à la hausse des bénéfices unitaires s'est progressivement accrue tout au long de 2022, celle du secteur manufacturier et des services ayant été particulièrement forte. Le poids relativement faible de l'agriculture dans l'économie (moins de 2 % dans la zone euro) masque également une augmentation relativement importante de la contribution des bénéfices unitaires dans ce secteur.


Graphique 1.14. Les activités extractives et les services d'utilité publique représentent une proportion importante de l'augmentation des bénéfices unitaires

Contribution des bénéfices unitaires à l'inflation mesurée par les prix du PIB en glissement annuel



Note : Les bénéfices unitaires sont calculés à partir de l'excédent brut d'exploitation estimé en valeur courante, par secteur. On calcule ce dernier en soustrayant de la production sectorielle la rémunération sectorielle du travail et une estimation des taxes unitaires (fondée sur leur valeur calculée au niveau macroéconomique en pourcentage du PIB et appliquée au PIB sectoriel) puis on rapproche les valeurs sectorielles obtenues de sorte que leur somme soit égale à l'excédent brut d'exploitation mesuré au niveau macroéconomique. L'agrégat « Pays de l'OCDE importateurs de matières premières » correspond à une moyenne simple des pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède.

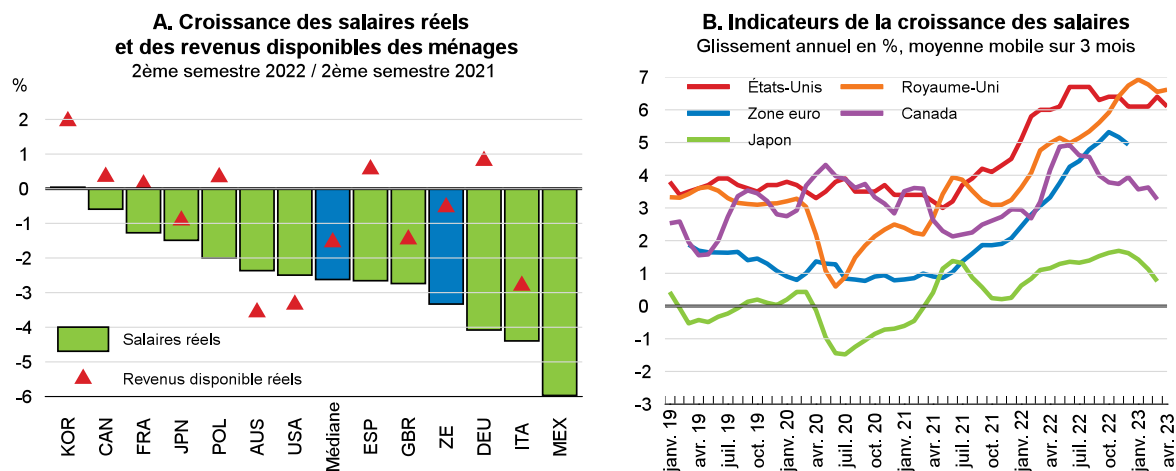
Source : Base de données des Statistiques de l'OCDE sur les comptes nationaux trimestriels ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/i6ckmn>

Faute de données sur la rémunération sectorielle pour la plupart des pays de l'OCDE exportateurs de matières premières, seule la situation de la Norvège peut apporter un éclairage sur l'évolution sectorielle des bénéfices unitaires dans ce groupe de pays. Comme on pouvait s'y attendre, la forte augmentation des bénéfices unitaires mesurée en Norvège en 2022 est essentiellement imputable au secteur des activités extractives et des services d'utilité publique (graphique 1.14, partie B), sachant que la contribution des bénéfices unitaires à l'inflation du PIB a toutefois chuté au quatrième trimestre de 2022 en raison de la baisse mondiale des prix de l'énergie. Il est probable que le secteur des activités extractives ait aussi largement contribué à l'augmentation des bénéfices unitaires en 2021-22 dans d'autres pays exportateurs de matières premières comme l'Australie et le Canada.

1. Diev et al. (2019) adoptent une autre approche, qui consiste à décomposer l'inflation mesurée par l'IPC sous-jacent au lieu de l'inflation du PIB, en ajoutant quelques facteurs supplémentaires de contribution à l'inflation (notamment les termes de l'échange hors alimentation et énergie), mais en utilisant la même définition des bénéfices unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre. Haskel (2023) propose une décomposition analogue de l'inflation mesurée par l'IPC global.
2. Dans quelques pays, le taux de croissance du déflateur du PIB est relativement similaire à celui observé dans les années 1970 : ainsi, en Allemagne, sa croissance annuelle moyenne sur la période 1971-81 était de 5 %, soit un taux légèrement inférieur à celui mesuré en 2022 (5.5 %).

Graphique 1.15. Les revenus et salaires réels sont faibles et la croissance des salaires nominaux commence à se stabiliser



Note : La partie A du graphique présente la rémunération par salarié corrigée du déflateur de la consommation des ménages. La médiane correspond à la médiane de tous les pays de l'OCDE pour lesquels on dispose de données. Des données comparables sur le revenu disponible des ménages n'existent pas pour le Mexique. Dans la partie B, les indicateurs de salaires retenus varient selon les pays. États-Unis : variation médiane du salaire horaire individuel observé à 12 mois d'intervalle ; zone euro : variation annuelle médiane des salaires et traitements proposés dans les offres d'emploi publiées sur Indeed ; Japon : rémunérations par salarié fixées par contrat dans tous les établissements comptant au moins cinq salariés ; Canada : indice à pondération fixe de la rémunération horaire moyenne de l'ensemble des salariés ; Royaume-Uni : croissance annuelle médiane de la rémunération de l'ensemble des travailleurs.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; Banque fédérale de réserve d'Atlanta ; Indeed ; ministère de la Santé, du Travail et de la Protection sociale du Japon ; Statistique Canada ; Office des statistiques nationales (*Office for National Statistics*) du Royaume-Uni ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/z5vlp6>

La croissance restera faible, et l'inflation baissera progressivement

Malgré les signes d'amélioration observés au cours des premiers mois de cette année, la période à venir devrait être marquée par une croissance atone et une inflation persistante sur fond de risques aigus. Les effets induits sur la production par le resserrement rapide et synchronisé des politiques monétaires depuis le début de 2022 devraient probablement se faire pleinement sentir au cours de l'année 2023 et au début de 2024, en particulier sur l'investissement privé. Face à une inflation s'inscrivant de manière persistante au-dessus de leur objectif, on s'attend à ce que les banques centrales maintiennent les taux d'intérêt à des niveaux élevés, et la plupart des pays devraient durcir l'orientation de leur politique budgétaire pour commencer à alléger la charge de leur dette, alourdie par la pandémie. Néanmoins, le renforcement de l'investissement public, étayé par les subventions accordées dans le cadre de « Next Generation EU (NGEU) », pourrait donner un certain élan à l'activité dans de nombreux pays européens. Les revenus des ménages restent sous tension, la baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires ne s'étant pas encore pleinement répercutée sur les prix de détail, même si l'utilisation de l'épargne supplémentaire accumulée pendant la pandémie pourrait contribuer à soutenir la demande. Les perturbations causées par la guerre en Ukraine devraient aussi probablement continuer de peser sur l'économie mondiale.

La croissance du PIB mondial devrait s'établir à 2,7 % en 2023 (graphique 1.16, partie A), soit son taux annuel le plus bas depuis la crise financière mondiale, abstraction faite de l'année 2020 marquée par le choc de la pandémie. Une accélération modeste à 2,9 % est prévue pour 2024, ce qui resterait un résultat relativement médiocre au regard de l'expérience passée. Le ralentissement de la croissance annuelle par

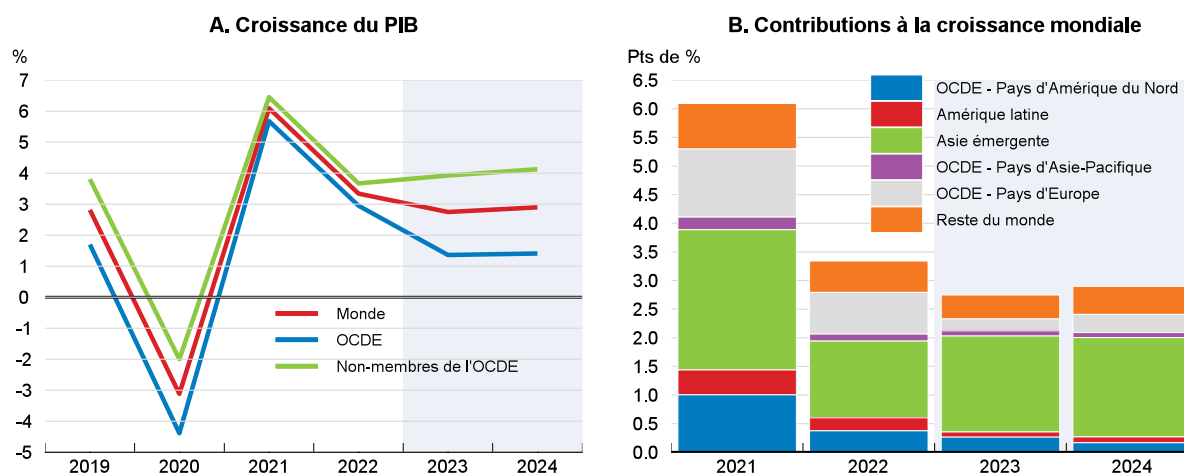
rapport à 2022 dissimule une amélioration progressive de la croissance en glissement annuel de l'activité mondiale au cours de 2023. Cette amélioration tient en partie à la baisse des prix de l'énergie, mais trouve principalement son origine dans les économies de marché émergentes et l'effet positif du rebond observé en Chine après le redémarrage complet des activités économiques qui y avaient été suspendues. En outre, une part disproportionnée de la croissance mondiale en 2023-24 devrait rester imputable à l'Asie (graphique 1.16, partie B). Si l'effet économique du redémarrage des activités en Chine s'avérait plus modeste qu'anticipé, un des principaux piliers de la croissance mondiale cette année et la suivante s'en trouverait affaibli.

La croissance annuelle du PIB de la zone OCDE devrait être inférieure à son niveau tendanciel, s'établissant à 1.4 % en 2023 comme en 2024, même si elle se redressera progressivement en termes trimestriels tout au long de l'année 2024, sur fond de modération de l'inflation et de renforcement de la hausse des revenus réels. L'investissement des entreprises devrait quasiment stagner dans la zone OCDE en 2023, et l'investissement en logements devrait diminuer dans de nombreuses économies. La croissance globale du PIB est alimentée par l'augmentation régulière de la consommation privée et des dépenses finales des administrations publiques, la première étant étayée par une diminution continue, quoique modeste, des taux d'épargne en moyenne dans la zone OCDE cette année. Les salaires réels, qui ont diminué dans toutes les grandes économies de l'OCDE en 2022, devraient cesser de reculer au cours de 2023 dans la plupart d'entre elles, et à l'échelle de la zone OCDE dans son ensemble, l'emploi devrait continuer de progresser en 2023-24, soutenant les revenus. Tout choc négatif affectant la confiance des ménages ou leur patrimoine, ou une évolution moins favorable du marché du travail, se traduirait par une croissance plus faible de la consommation et de la production.

Les perspectives des grandes économies et régions sont les suivantes.


- En Amérique du Nord, la forte hausse des taux d'intérêt observée depuis la fin de 2021 s'est traduite par un ralentissement de la croissance de la demande intérieure finale tant aux États-Unis qu'au Canada. L'investissement en logements a fortement diminué, et l'investissement des entreprises montre des signes de faiblesse. La diminution des taux d'épargne et les augmentations marquées de l'emploi contribuent à entretenir la croissance de la consommation privée, mais ces effets devraient se dissiper. La croissance annuelle du PIB devrait s'établir à 1.6 % en 2023 aux États-Unis, grâce aux importants effets d'acquis de la fin de 2022, et à 1.0 % en 2024. Au Canada, la croissance annuelle devrait être de 1.4 % en 2023 comme en 2024, étayée par une forte croissance démographique et par la résilience du marché du travail. Dans ces deux économies, le taux de croissance annuel moyen occulte une amélioration prévue du taux de croissance trimestriel au cours de l'année prochaine, favorisée par la modération de l'inflation et son reflux vers 2 % d'ici à la fin de 2024.
- Bien que l'inflation ait augmenté dans les grandes économies avancées d'Asie, elle reste relativement modérée. Le redémarrage des activités économiques en Chine devrait également stimuler la demande dans l'ensemble de la région. Au Japon, la politique monétaire continue d'accompagner l'activité, et l'orientation de la politique budgétaire devrait être neutre pour l'essentiel cette année, avant de devenir moins accommodante en 2024. Ces politiques macroéconomiques porteuses, conjuguées à des signes d'accélération de la progression des salaires, devraient contribuer à porter la croissance du PIB au-dessus de son rythme tendanciel, à 1.3 % en 2023 et à 1.1 % en 2024, ainsi qu'à faire remonter l'inflation sous-jacente vers 2 % d'ici au second semestre de 2024. À l'inverse, l'orientation des politiques macroéconomiques se durcit déjà en Corée, où la croissance de la demande intérieure devrait rester relativement atone dans un contexte de lourde charge du service de la dette. La croissance du PIB devrait s'établir à 1.5 % en 2023 et à 2.1 % en 2024, les exportations devant se redresser à la faveur de la reprise de l'activité en Chine et de l'entrée dans une phase ascendante du cycle des secteurs technologiques.

Graphique 1.16. La croissance mondiale devrait rester faible et fortement tributaire des économies d'Asie



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, Taipei chinois, Thaïlande et Viet Nam). La catégorie « Amérique latine » réunit 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° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/lr30mn>

- Les grandes économies européennes ont été durement touchées par la guerre en Ukraine, du fait des prix élevés de l'énergie et de l'incertitude exacerbée. L'orientation expansionniste des politiques macroéconomiques commence à s'atténuer, compte tenu du relèvement des taux d'intérêt directeurs et des mesures d'assainissement budgétaire adoptées. Dans la zone euro, la croissance du PIB devrait être de 0.9 % en 2023. La situation tendue des marchés du travail, conjuguée à de nouvelles baisses des taux d'épargne des ménages, devrait étayer la consommation privée, mais la hausse des coûts de financement et le durcissement des critères d'octroi des crédits pèseront sur l'investissement, malgré l'effet stimulant induit par l'augmentation des dépenses liées au programme NGEU. La croissance du PIB devrait remonter à 1.5 % en 2024, soutenue par la progression des revenus réels parallèlement au reflux de l'inflation. Dans la zone euro, l'inflation globale diminuera assez rapidement à mesure que le taux de croissance des prix des produits alimentaires et de l'énergie deviendra négatif en glissement annuel, mais l'inflation sous-jacente devrait résister, restant proche de 3 % en glissement annuel au dernier trimestre de 2024. La forte dispersion actuelle des taux d'inflation entre les pays de la zone euro ne devrait s'atténuer que progressivement. L'évolution de la croissance et de l'inflation en 2023-24 devrait être assez similaire au Royaume-Uni, mais l'orientation de sa politique budgétaire sera plus restrictive au cours de chacune de ces deux années, et la croissance des exportations devrait rester très faible. La croissance du PIB devrait être de 0.3 % en 2023 et remonter à 1 % en 2024, tandis que la croissance des revenus réels commencera à s'améliorer. Le taux annuel d'inflation, tant globale que sous-jacente, devrait diminuer, tout en restant légèrement supérieur à l'objectif visé à la fin de 2024.

- La Chine devrait connaître la plus forte hausse du taux de croissance entre 2022 et 2023 parmi les économies du G20, liée dans une large mesure à la fin de la politique « zéro COVID » du gouvernement. La croissance du PIB devrait se hisser à 5.4 % en 2023, avant de refluer à 5.1 % en 2024, compte tenu de l'atténuation du rebond associé au redémarrage des activités économiques qui avaient été suspendues. Le changement de politique en matière de lutte contre le COVID-19 a permis un rattrapage de la demande de prestations de services en face-à-face, tiré vers le haut la confiance des consommateurs et atténué le fléchissement de l'activité dans le secteur immobilier. La Chine se distingue par la faiblesse des tensions inflationnistes qu'elle a connues en 2022, et l'inflation mesurée par les prix à la consommation devrait rester modérée.
- Au cours de l'année écoulée, la croissance du PIB est restée relativement forte, et proche de son niveau potentiel, en Inde et en Indonésie. Toutefois, les autorités monétaires ont durci leur politique pour réduire l'inflation et la politique budgétaire prend une orientation moins accommodante. En Inde, la croissance du PIB devrait refluer à 6 % au cours de l'exercice budgétaire 2023-24, le durcissement des conditions financières freinant la demande intérieure, avant de rebondir à 7 % sur l'exercice 2024-25, à la faveur d'une réduction de l'inflation et d'un raffermissement de la demande extérieure. La croissance annuelle moyenne de l'Indonésie devrait rester proche de 5 % en 2023-24, étayée par la solidité de la confiance des entreprises et des consommateurs, et par le renforcement du tourisme international en provenance de Chine.
- Après s'être fortement redressée l'année dernière, la croissance ralentira nettement dans la plupart des économies d'Amérique latine en 2023, compte tenu de l'orientation généralement restrictive donnée aux politiques macroéconomiques pour faire face à une inflation forte et persistante, d'une faible croissance des marchés d'exportation et d'une diminution des prix de produits d'exportation clés. La croissance de la production devrait se redresser en 2024 tandis que l'inflation reculera, que la politique monétaire s'assouplira et que la demande extérieure se raffermira. Après l'effet stimulant important exercé au premier trimestre de 2023 par la production agricole sur la croissance du PIB au Brésil, celle-ci devrait se modérer, la croissance annuelle s'établissant à 1.7 % en 2023 et à 1.2 % en 2024, les taux d'intérêt réels élevés et la croissance atone du crédit freinant la demande intérieure cette année, malgré le renforcement des transferts sociaux.

La croissance des échanges mondiaux devrait ralentir parallèlement à celle du PIB en 2023 pour s'établir à 1.6 %, en partie en raison des effets décalés du fléchissement observé à la fin de 2022, avant de rebondir à 3.8 % en 2024. La baisse des cours des matières premières et le redémarrage complet des activités économiques qui avaient été suspendues en Chine devraient contribuer à soutenir la croissance des échanges au cours des dix-huit prochains mois, y compris en Europe (graphique 1.17, partie A), même si la croissance annuelle restera très faible en 2023 en raison d'effets de base. Les effets décalés des politiques monétaires restrictives continueront à se faire sentir en 2024, en particulier aux États-Unis. L'intensité commerciale de la croissance devrait diminuer en 2023, avant de se redresser en 2024, l'augmentation des échanges des pays de l'OCDE compensant la faiblesse persistante de l'intensité des échanges chinois (graphique 1.17, partie B). La croissance des échanges de services devrait être plus rapide que celle des échanges de biens, le redémarrage des activités économiques qui avaient été suspendues en Chine ayant un effet stimulant sensible sur les voyages internationaux, notamment en 2024.

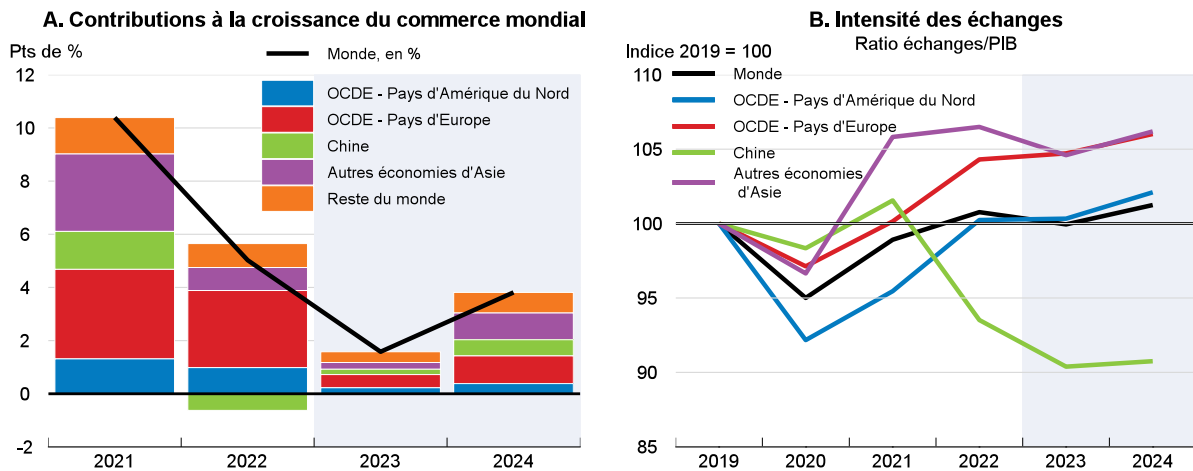
Le redressement des échanges pourrait être plus limité si la croissance s'avérait décevante ou si d'éventuels effets indirects des sanctions à caractère commercial prises contre la Russie entravaient le rebond des échanges. Néanmoins, si le redressement de la demande intérieure est plus rapide que prévu, celui des échanges pourrait l'être également, étant donné que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans le secteur manufacturier et le transport maritime se sont pour l'essentiel atténuées et que les estimations des capacités inutilisées de la plupart des entreprises industrielles sont élevées. Une normalisation plus rapide que projetée du marché touristique chinois pourrait aussi déboucher sur une croissance plus forte des échanges. Le volume de services importés en Chine en 2022 était encore inférieur de 26 % à celui de 2019. Les estimations du tourisme international restent inférieures de 20 % aux sommets atteints en 2019, ce qui laisse à penser qu'il pourrait se redresser complètement si la croissance était plus forte qu'on ne s'y attend en 2023. Si les services de voyage mondiaux augmentaient suffisamment pour retrouver leur niveau de 2019 en proportion du commerce mondial (soit 5.7 %), cela se traduirait par une hausse de la valeur des échanges totaux d'un peu plus de 1 ½ pour cent en 2023.

Une question essentielle pour les perspectives est de savoir dans quelle mesure le ralentissement de la croissance de la production tirera vers le haut les taux de chômage. Jusqu'ici, bien que de nombreuses économies avancées aient déjà connu au moins un trimestre de croissance négative du PIB, le chômage est resté bas et a même continué de reculer dans certains pays. En fait, l'ajustement face au fléchissement de la demande a reposé sur deux facteurs : le nombre d'emplois vacants, qui diminue maintenant dans de nombreuses économies de l'OCDE, et le nombre d'heures travaillées, qui a commencé à évoluer à la baisse dans certains pays. Dans la mesure où le ralentissement projeté de la croissance de la demande devrait être relativement modéré, le chômage ne devrait augmenter que marginalement en 2023-24, en particulier dans la zone euro. À l'échelle de la zone OCDE dans son ensemble, le taux de chômage devrait passer de 4.9 % à la fin de 2022 à 5.2 % au dernier trimestre de 2024, même si l'on devrait observer des hausses relativement importantes de l'ordre de ¾ point de pourcentage ou plus en Australie, aux États-Unis, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni. Sachant que les marchés du travail devraient généralement rester tendus, et que les travailleurs ont subi une baisse de salaire réel en 2022, la croissance des salaires nominaux devrait s'établir juste au-dessus de 4 % dans la zone OCDE considérée dans son ensemble en 2023, avant de refluer vers 3 ½ pour cent en 2024.

Compte tenu du recul des prix de l'énergie ces derniers mois, on table maintenant sur une diminution relativement rapide du taux annuel moyen d'inflation globale dans l'ensemble de la zone OCDE, de 9.4 % en 2022 à 6.6 % en 2023 puis à 4.3 % en 2024, l'inflation retombant à 3.8 % en glissement annuel au dernier trimestre de 2024 (graphique 1.18)⁴. Dans les grandes économies avancées, l'inflation annuelle devrait être plus proche de l'objectif visé, s'établissant légèrement au-dessus de 2 ¼ pour cent au dernier trimestre de 2024. La baisse prévue de l'inflation sous-jacente dans la zone OCDE est plus modeste, ce qui tient à la lenteur de l'ajustement de nombreux prix ainsi que des marges et aux tensions sur les coûts. L'inflation sous-jacente devrait passer de 6.6 % en 2022 à 6.5 % en 2023 puis à 4.5 % en 2024 en moyenne annuelle.


⁴ Les chiffres concernant l'inflation globale annuelle mesurée par les prix à la consommation dans la zone OCDE diffèrent légèrement des chiffres d'inflation dans la zone OCDE figurant dans le tableau 1.1, qui correspondent au taux annuel d'inflation fondé sur le déflateur de la consommation des ménages tiré des comptes nationaux. Ce dernier est défini de manière similaire dans les différents pays et peut recouvrir un éventail plus large de biens et de services que l'indice global des prix à la consommation national.

Graphique 1.17. La croissance des échanges devrait rester faible

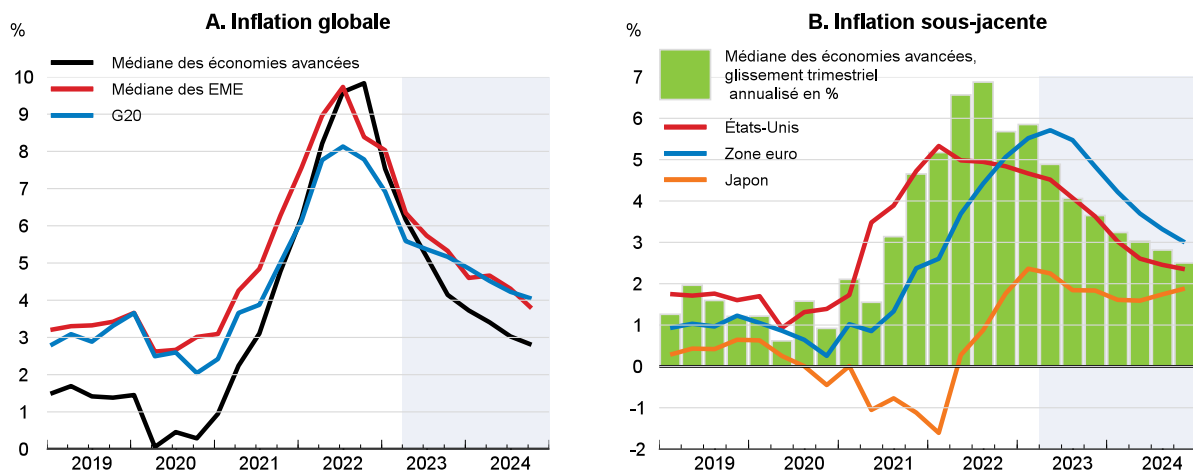


Note : La catégorie « OCDE-Amérique du Nord » recouvre les États-Unis et le Canada ; la catégorie « Autres économies d'Asie » comprend le Japon, la Corée, les économies dynamiques d'Asie (Hong Kong - Chine, Malaisie, Philippines, Singapour, Taipei chinois, Thaïlande et Viet Nam), l'Inde et l'Indonésie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/l8ht4w>

Graphique 1.18. L'inflation devrait fléchir



Note : Les mentions « Médiane des économies avancées » et « Médiane des EME » désignent le taux médian d'inflation dans les économies avancées et dans les économies de marché émergentes, respectivement. Ces taux reposent sur les projections relatives à 34 économies avancées et à 16 économies de marché émergentes.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/eu46ai>

Les risques de détérioration sont prépondérants

L'inflation pourrait être plus persistante que prévu avec des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps

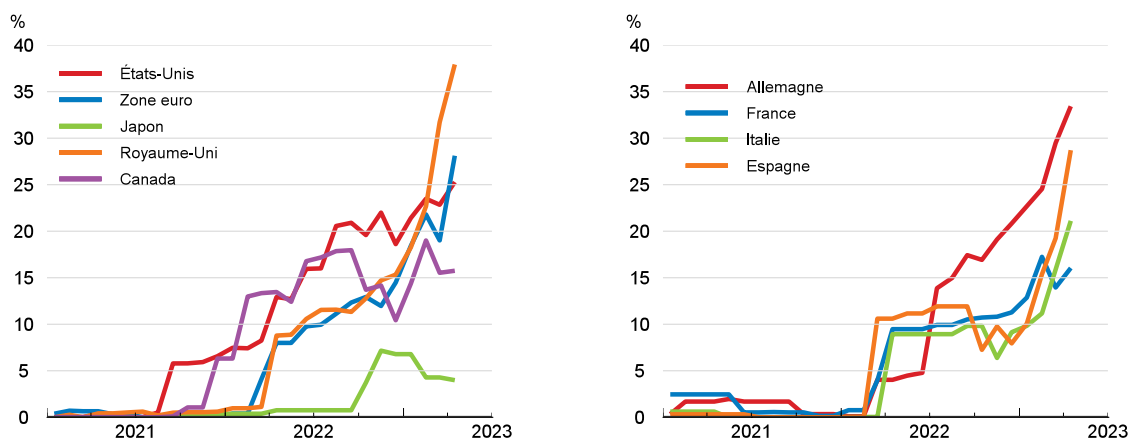
Au cours des dix-huit derniers mois environ, l'inflation sous-jacente a été constamment supérieure aux projections. Compte tenu des chocs massifs subis par l'économie mondiale et de la diversité des facteurs ayant contribué à la hausse de l'inflation, tant du côté de la demande que de l'offre, il s'est avéré difficile d'évaluer le rythme auquel les tensions inflationnistes pourraient s'atténuer. Par ailleurs, après une période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt, une incertitude considérable entoure l'impact du resserrement monétaire qui a déjà débuté. Si la hausse des taux d'intérêt a des effets plus limités qu'on ne l'anticipe et/ou retardés, ou si les tensions sur les coûts se modèrent moins rapidement que prévu, ou si les entreprises tentent d'augmenter leurs marges, l'inflation sera supérieure aux projections. Dans ces circonstances, il faudra durcir encore la politique monétaire et elle devra peut-être conserver une orientation restrictive plus longtemps, ce qui aurait des conséquences négatives sur la croissance et l'emploi et accentuerait les risques pesant sur la stabilité financière.

La période prolongée de forte inflation a déjà débouché sur une augmentation de la part des produits du panier de consommation caractérisés par des augmentations annuelles de prix supérieures à 5 % au cours des 12 derniers mois. Cette part est passée d'un niveau proche de zéro au début de 2021 à environ un quart en moyenne en avril 2023, et un tiers ou davantage en Allemagne et au Royaume-Uni (graphique 1.19). Si le reflux de l'inflation se faisait attendre, cela entraînerait probablement une nouvelle hausse de cette part, aggravant les difficultés soulevées par la réduction de l'inflation, accentuant les risques que les anticipations d'inflation des marchés et du secteur privé s'établissent à des niveaux nettement supérieurs aux objectifs d'inflation, et entraînant éventuellement aussi une tendance au renforcement de l'indexation des contrats et des actifs financiers. Dans ces cas de figure, l'inflation se révélerait probablement plus persistante que prévu.

D'autres facteurs pourraient également contribuer à la persistance de l'inflation. Une aggravation ou un élargissement du conflit en Ukraine, en particulier, pourrait tirer encore vers le haut les prix de l'énergie et des produits alimentaires. De même, un rebond plus vigoureux que prévu de l'économie mondiale cette année pourrait faire monter les prix de diverses matières premières et entraver la baisse de l'inflation. Là encore, les taux directeurs seraient probablement maintenus à des niveaux plus élevés et pendant plus longtemps que prévu, ce qui s'accompagnerait d'une probabilité plus forte de ralentissement économique généralisé et préjudiciable ainsi que de risques accrus de tensions financières.


Graphique 1.19. L'inflation risque de persister plus longtemps que prévu

Part pondérée des composantes du panier de prix à la consommation pour lesquels le taux d'inflation mesuré en glissement annuel a été supérieur à 5 % pendant au moins 12 mois consécutifs



Note : Inflation calculée à partir de l'indice PCE (*personal consumption expenditures*), c'est-à-dire du déflateur de la consommation des ménages, pour les États-Unis, de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro et le Royaume-Uni, et de l'indice national des prix à la consommation pour les autres économies.

Source : Bureau d'analyse économique (BEA, Bureau of Economic Analysis) des États-Unis ; Eurostat ; Bureau des statistiques du Japon ; Office des statistiques nationales (ONS, Office for National Statistics) du Royaume-Uni ; Statistique Canada ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/gltz5w>

Des conditions financières plus restrictives pourraient provoquer des tensions sur les marchés financiers

Un durcissement des conditions financières devrait avoir lieu parallèlement au resserrement des politiques monétaires, et constitue un canal classique de transmission des effets de l'action publique sur la production et l'inflation. Néanmoins, il existe des risques qu'un resserrement brutal des conditions de financement provoque des tensions financières généralisées et sape la stabilité, les investisseurs réévaluant rapidement leur exposition aux risques de liquidité, de durée et de crédit. Les principaux motifs de préoccupation résident dans l'éventualité d'un regain de fragilité dans le secteur bancaire, qui se traduirait par une perte de confiance plus générale et une vive contraction du crédit, et une accentuation des risques découlant de l'asymétrie de liquidité et du niveau de levier qui caractérisent les établissements financiers non bancaires.

Considéré dans son ensemble, le système bancaire paraît plus résilient qu'avant la crise financière mondiale, les réformes de la réglementation consécutives à la crise renforçant les fonds propres et la liquidité des établissements, et les plus grandes banques étant soumises à des tests de résistance plus rigoureux. Dans les économies avancées, les grandes banques d'importance systémique semblent être liquides et capitalisées de manière adéquate, même si la confiance des marchés reste fragile, ainsi que l'illustre la rapidité avec laquelle les tensions dans le secteur bancaire se sont diffusées entre pays à la suite des défaillances bancaires intervenues aux États-Unis en mars. En outre, les ratios de fonds propres sont supérieurs aux minimums réglementaires, les encours de prêts non performants (PNP) restent modestes, et les récents tests de résistance laissent à penser que les grandes banques sont généralement bien placées pour faire face à une montée rapide des taux d'intérêt et à un aplatissement des courbes des rendements (FMI, 2022a ; BCE, 2022).

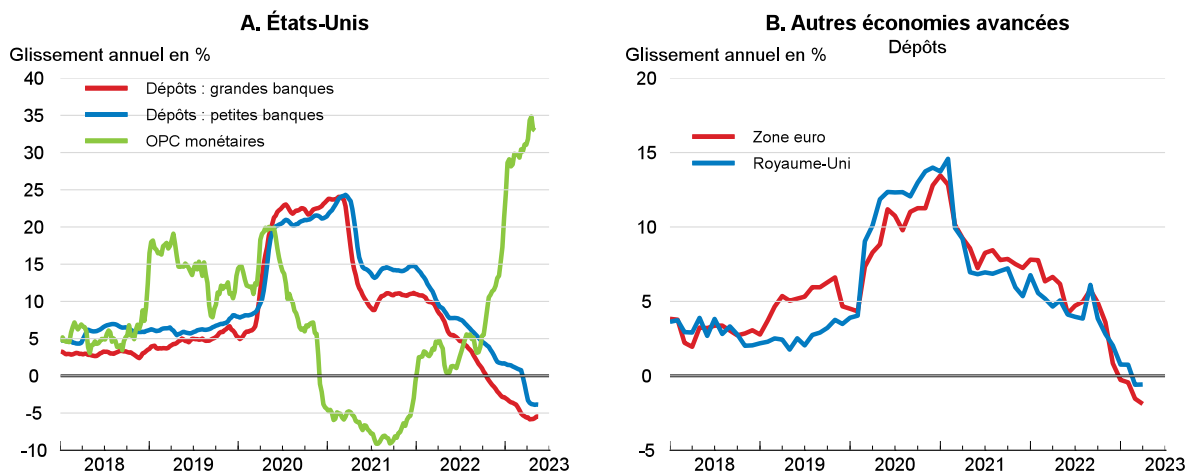
Néanmoins, de récents épisodes observés aux États-Unis et en Europe tendent à indiquer que dans un contexte de hausse rapide des taux d'intérêt, les banques peuvent être exposées à des risques aigus de duration et de liquidité en cas de retraits de dépôts de grande ampleur. La croissance des dépôts a ralenti dans les grandes économies avancées depuis le début de 2021 et dans nombre d'entre elles, elle est récemment devenue négative (graphique 1.20). Avec l'augmentation rapide des rendements obligataires, les épargnants peuvent faire fructifier davantage leurs fonds en retirant leurs dépôts des banques pour les placer dans des organismes de placement collectif (OPC) monétaires, comme on a pu l'observer lors de précédents épisodes de resserrement monétaire (Paul, 2022).

Les risques de duration peuvent s'accroître si la valeur des titres à revenu fixe diminue en raison de la montée des taux d'intérêt. Les pertes peuvent ne se concrétiser qu'au bout d'un certain temps, mais elles peuvent aussi se matérialiser rapidement si les banques doivent vendre des obligations pour faire face à des retraits de dépôts inattendus. En outre, les risques de liquidité peuvent se concrétiser pour les banques ayant peu d'actifs liquides et d'amples passifs à court terme. Les asymétries de liquidité varient considérablement d'un pays à l'autre, mais au Mexique et aux États-Unis, les banques tendent à se caractériser par des ratios entre passifs à court terme et actifs liquides relativement élevés et pourraient donc être plus vulnérables aux risques de liquidité en cas de retraits de dépôts massifs (graphique 1.21, partie A). Au Mexique, aux États-Unis et dans certains pays européens, les banques pourraient aussi être exposées à des risques de duration, dans la mesure où les obligations d'État représentent une part relativement élevée, quoique souvent déclinante, de leurs actifs totaux (graphique 1.21, partie B). La perspective de pertes importantes subies par les banques et des conditions de liquidité dégradées peuvent déboucher sur une réévaluation brutale du risque bancaire et un alourdissement des coûts de financement des banques, poussant ces dernières à durcir les conditions des crédits accordés aux ménages et aux entreprises.

Les banques pourraient aussi être mises à mal par une augmentation de leurs pertes sur prêts si les entreprises et les ménages ont des difficultés à rembourser leurs dettes, ce qui entraînerait par contrecoup une réduction sensible de l'offre de nouveaux crédits pouvant être souscrits par les ménages et les entreprises. Dans un certain nombre de pays, les ratios de service de la dette du secteur privé étaient déjà supérieurs en 2022 à ceux du début des années 2000, auxquelles remontent les dernières fortes hausses des taux d'intérêt (OCDE, 2022b). La proportion d'emprunteurs dans l'incapacité d'assurer le service de leur dette pourrait s'accroître à mesure que les hausses de taux directeurs se répercuteront sur les conditions de crédit, en particulier dans les pays où le niveau de la dette privée est élevé et les emprunts à taux d'intérêt variable représentent une part considérable de la dette.

Une correction marquée des prix des logements ou des biens immobiliers à usage commercial pourrait également exacerber les risques de solvabilité présentés par les ménages et les entreprises, et déboucher éventuellement sur des pertes considérables pour les banques. Les transactions de biens immobiliers à usage commercial ont diminué à l'échelle mondiale (FMI, 2023), et les prix de ces biens ont commencé à reculer dans les grandes économies avancées. Au quatrième trimestre de 2022, les prix des biens immobiliers à usage commercial étaient inférieurs de 1.8 % aux États-Unis et de 2.9 % dans la zone euro à leurs points hauts les plus récents, et les indicateurs mensuels fondés sur la valorisation des organismes de placement collectif immobilier laissent entrevoir de nouvelles dépréciations marquées cette année. Si les marchés de l'immobilier devaient connaître de fortes tensions, les banques pourraient être contraintes d'enregistrer des pertes sur leurs portefeuilles de prêts en cas de bradages d'actifs ou de saisies à grande échelle, qui réduiraient la valeur des garanties disponibles. Une réévaluation marquée de l'immobilier commercial pourrait peser lourdement sur les bilans des banques régionales aux États-Unis, dans la mesure où elles représentent une part importante des prêts octroyés à ce secteur (FDIC, 2022). En outre, on a déjà relevé des signes de dégradation de la qualité des actifs, sur fond de multiplication des faillites et de montée des taux de défaillance sur les emprunts hypothécaires dans plusieurs pays (FOMC, 2023 ; Eurostat, 2023 ; Sveriges Riksbank, 2022), qui pourraient exiger une augmentation des provisions pour pertes et contraindre les banques à prendre des mesures pour reconstituer leurs fonds propres.

Graphique 1.20. La croissance des dépôts bancaires a ralenti, les capitaux s'orientent vers les organismes de placement collectif monétaires

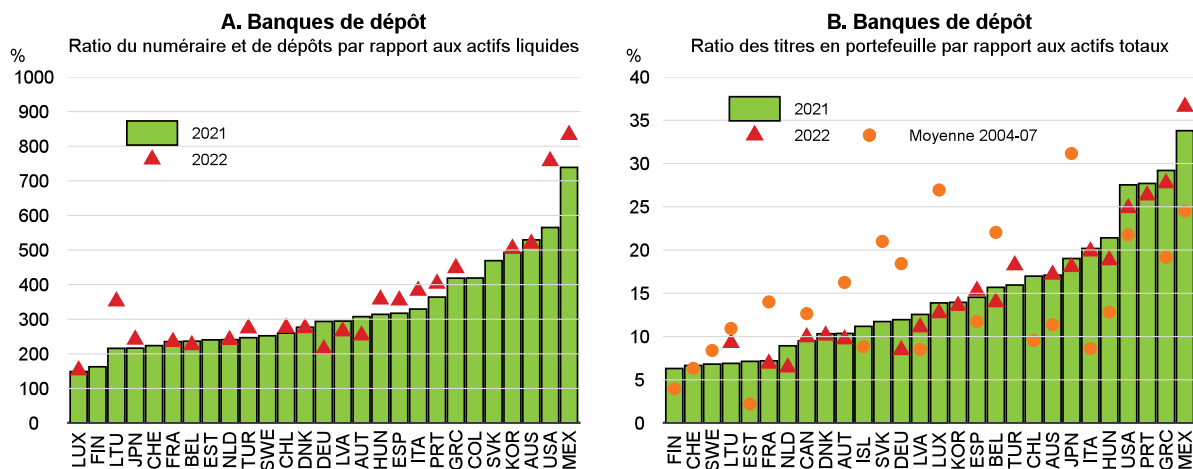


Note : Les taux de croissance en glissement annuel des encours de dépôts détenus par les banques aux États-Unis sont des moyennes mobiles sur 4 semaines. Les données relatives aux organismes de placement collectif (OPC) monétaires se rapportent aux OPC monétaires grand public. S'agissant des États-Unis, les grandes banques sont des banques à charte dont les actifs consolidés ont une valeur supérieure ou égale à 300 millions USD. Les petites banques sont les banques à charte dont les actifs consolidés ont une valeur inférieure à 300 millions USD. S'agissant des États-Unis, les dernières données se rapportent au 17 mai pour les dépôts et au 3 mai pour les OPC monétaires. Données mensuelles pour la zone euro et le Royaume-Uni, et hebdomadaires pour les dépôts et OPC monétaires aux États-Unis.

Source : Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale ; Banque centrale européenne (BCE) ; Banque d'Angleterre ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <https://stat.link/2lso5t>

Graphique 1.21. La vulnérabilité des banques aux risques de liquidité et de durée varie suivant les pays



Note : Dans la partie A, le ratio représenté est égal aux passifs sous forme de numéraire et de dépôts (y compris les engagements interbancaires) rapportés à la somme des actifs liquides, à savoir le numéraire et les dépôts et les titres de créance à court terme. Dans la partie B, les données se rapportent à la fin de 2021 et au quatrième trimestre de 2022 ou au dernier trimestre connu en 2022.

Source : OCDE, base de données des comptes nationaux ; OCDE, base de données des comptes financiers ; et calculs de l'OCDE.

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

Il existe également des indications plus générales du fait que les faillites d'entreprises ont commencé à se multiplier dans de nombreux pays, notamment en Europe, après une longue période pendant laquelle leur niveau était resté exceptionnellement bas, sous l'effet des aides publiques liées à la pandémie. Une augmentation des défaillances d'entreprises n'aurait rien de surprenant compte tenu de la hausse des coûts de l'énergie et du service de la dette à laquelle elles sont confrontées, mais une forte accélération pourrait aussi constituer une source de tensions supplémentaires sur les bilans des prêteurs, y compris des établissements financiers non bancaires.

Les établissements financiers non bancaires représentent maintenant environ 50 % des actifs financiers mondiaux (FSB, 2022a), soit une part nettement plus importante qu'avant la crise financière mondiale. En 2022, les crédits accordés aux entreprises par des établissements financiers non bancaires représentaient 20 % de l'encours total de prêts aux sociétés non financières dans la zone euro et 50 % au Royaume-Uni (CERS, 2022 ; FMI, 2022a). La distribution de crédits des établissements financiers non bancaires aux ménages s'est aussi accrue. Ainsi, en 2021, plus de 70 % des prêts hypothécaires ont été émis par des établissements financiers non bancaires aux États-Unis (Réserve fédérale, 2022), et ces établissements sont particulièrement exposés aux risques découlant des asymétries de liquidité ainsi que de l'utilisation de produits dérivés et d'autres formes de levier pour financer des investissements dans des actifs illiquides (Banque des règlements internationaux, 2021). Ces établissements pourraient être mis en difficulté dans un contexte de montée des taux d'intérêt et de diminution des prix des actifs, s'ils sont contraints d'enregistrer d'amples pertes en valeur de marché sur leurs actifs pour tenter de répondre à des appels de marge importants sur des transactions à effet de levier (en raison de la perte de valeur des actifs fournis en garantie). Un tel scénario accentuerait probablement la déstabilisation des marchés d'actifs faute de réaction rapide des pouvoirs publics. En outre, si des établissements financiers non bancaires sont contraints de vendre des actifs pour faire face à des retraits de fonds, une spirale négative pourrait s'enclencher, amplifiant une dynamique de marché délétère et provoquant un nouveau durcissement des conditions de financement pour les sociétés non financières.

Dans de nombreux pays de l'OCDE, les titres de dette détenus par les OPC monétaires et les sociétés d'assurance représentent plus de 50 % de leurs actifs totaux (graphique 1.22). Les fonds de pension et les sociétés financières pratiquant la titrisation pourraient aussi être vulnérables compte tenu de leur recours à l'effet de levier (CERS, 2022). Des efforts supplémentaires s'imposent également pour renforcer la résilience des OPC monétaires. Ces OPC pourraient être exposés à des demandes de rachat importantes et pourraient avoir des difficultés à céder des actifs en période de tensions (CSF, 2022b ; Réserve fédérale, 2023). Les organismes de placement collectif immobilier pourraient également subir de lourdes pertes en cas de fortes corrections des prix des logements (Daly et al., 2023)⁵.

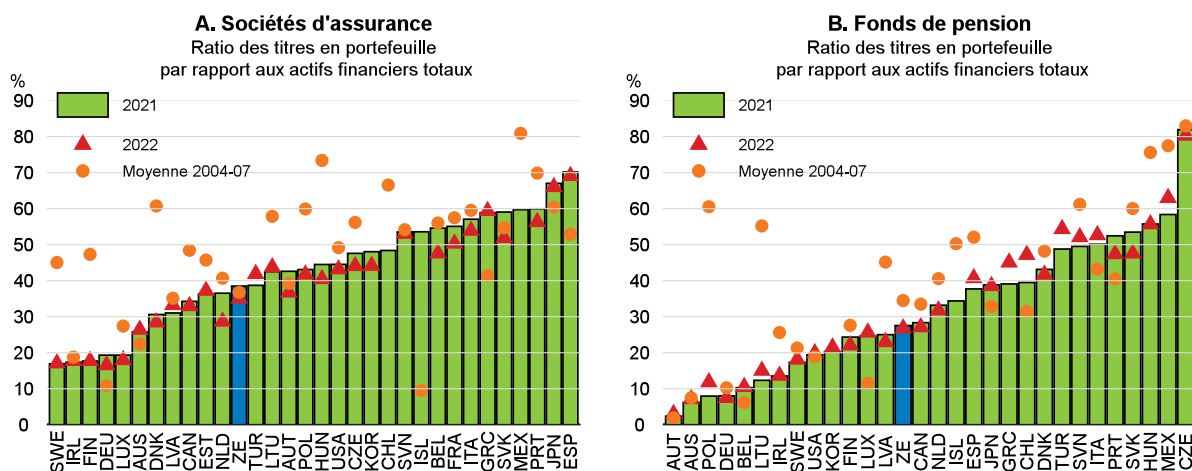
Des scénarios illustratifs fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute's Global Econometric Model*), mettent en évidence les répercussions que pourraient avoir sur la croissance des tensions financières se traduisant par une augmentation des coûts de financement plus forte qu'on ne l'anticipe pour les ménages et les entreprises dans les économies avancées. Ces scénarios reposent sur trois chocs financiers spécifiques : une hausse de 1 point de pourcentage de l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs appliqués aux ménages, une augmentation de 1 point de pourcentage du coût d'usage du capital due à un alourdissement des coûts de financement, et une hausse de 50 points de base des primes de risque sur les actions. L'ampleur de ces chocs s'établit généralement entre un quart et la moitié des variations correspondantes observées lors d'épisodes de tensions antérieurs, même si elle diffère d'un pays à l'autre. Contrairement à ce l'on avait pu constater pendant la crise financière mondiale, on ne pose pas l'hypothèse

⁵ Selon certaines estimations, un glissement vers le haut de 100 points de base de l'ensemble de la courbe des rendements pourrait déboucher sur des moins-values de l'ordre de 4 % de la valeur liquidative des fonds obligataires exerçant leurs activités en Europe, les pertes enregistrées pouvant être supérieures à 5 % des actifs totaux pour plus d'un tiers des fonds et supérieures à 7 % pour environ 20 % des fonds (CERS, 2022).

que ces chocs se répercutent directement sur les conditions financières observées dans les économies de marché émergentes, et les ménages et les entreprises peuvent toujours emprunter, mais un coût plus élevé qu'avant. On suppose que ces chocs illustratifs se produisent au second semestre de 2023 et en 2024, avant de se dissiper, et qu'ils ne sont pas anticipés par les entreprises, les ménages et les marchés financiers.

- Dans un tel scénario intégrant des paramètres donnés de l'action publique, la croissance des économies de l'OCDE pourrait être amputée de 1¼ point de pourcentage environ en 2024, et la croissance du PIB mondial de près de 1 point de pourcentage (graphique 1.23). Cela ferait basculer de nombreuses économies avancées dans une récession, ou les en rapprocherait, compte tenu des projections de référence pour 2024. Une augmentation des coûts de financement aurait des effets négatifs sur les revenus, les prix des actifs et la demande intérieure, l'investissement du secteur privé diminuant de près de 7 % par rapport au scénario de référence dans les économies avancées en 2024, les cours des actions chutant de près de 10 % et le taux de chômage augmentant de ½ point de pourcentage environ dans les grandes économies. Les tensions inflationnistes s'atténueraient également, diminuant de 0.4 point de pourcentage environ dans les économies de l'OCDE en 2024. Les économies de marché émergentes seraient mises à mal par le fléchissement de la demande des économies avancées, et la croissance dans les économies non membres de l'OCDE diminuerait alors de 0.7 point de pourcentage environ en 2024. Si le durcissement des conditions financières dégradait la confiance, ou provoquait des tensions importantes sur certains segments des marchés financiers, les effets négatifs des chocs s'en trouveraient amplifiés.

Graphique 1.22. Les titres de créance représentent une proportion considérable des actifs financiers totaux détenus par les assureurs et les fonds de pension

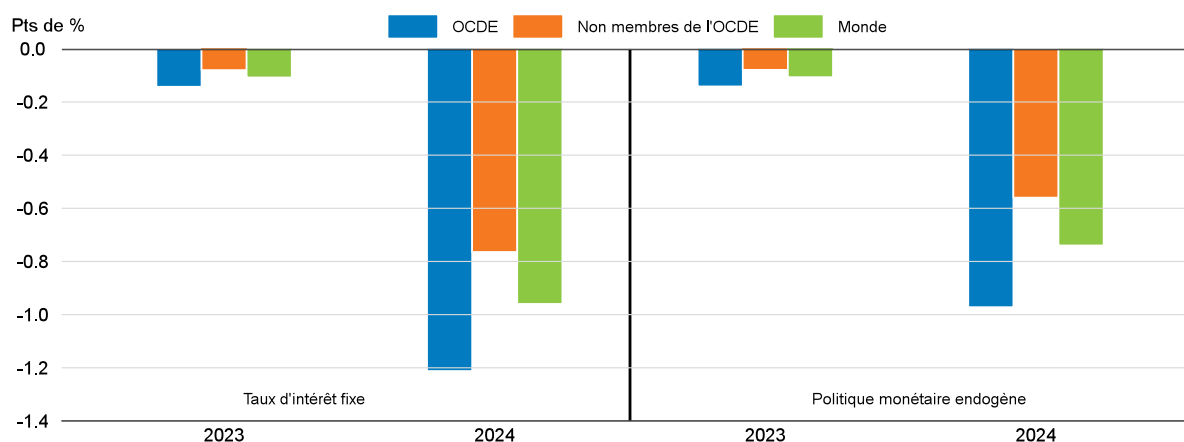


Note : Les données se rapportent à la fin de 2021 et au quatrième trimestre de 2022 ou au dernier trimestre connu en 2022.

Source : OCDE, base de données des comptes nationaux ; OCDE, base de données des comptes financiers ; et calculs de l'OCDE.


Graphique 1.23. Un nouveau durcissement inattendu des conditions financières limiterait la croissance

Taux de croissance annuelle du PIB, écart par rapport au scénario de référence



Note : Scénarios illustratifs reposant sur une hausse de 1 point de pourcentage de l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs appliqués aux ménages, une augmentation de 1 point de pourcentage du coût d'usage du capital, et une hausse de 50 points de base des primes de risque sur les actions dans toutes les économies avancées à partir du troisième trimestre de 2023. Les taux d'intérêt directeurs restent inchangés dans tous les pays dans le premier scénario, tandis qu'ils réagissent aux chocs dans le second scénario.

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's Global Econometric Model*).

StatLink  <https://stat.link/5s63ou>

- Les politiques macroéconomiques peuvent contribuer à amortir en partie ces chocs. Une réduction des taux d'intérêt directeurs, en particulier, les atténuerait, l'effet négatif induit sur la croissance du PIB mondial en 2024 étant réduit d'environ un quart. Dans l'économie type, les taux d'intérêt directeurs sont abaissés de 50 points de base environ en 2024 par rapport au scénario de référence. La politique budgétaire pourrait aussi contribuer à neutraliser ces chocs si les autorités laissaient pleinement jouer les stabilisateurs budgétaires automatiques dans tous les pays, ce qui entraînerait une hausse des ratios déficit/PIB par rapport à ce qui était prévu. Même en l'absence d'un tel ajustement budgétaire, le ratio dette publique/PIB enregistre une hausse de l'ordre de 2 points de pourcentage d'ici à la fin de 2024 dans l'économie avancée médiane (en raison de la diminution du niveau du PIB).

Un durcissement des conditions financières pourrait exacerber les vulnérabilités dans les économies de marché émergentes

Depuis novembre 2022, les conditions qui prévalent sur les marchés financiers dans les économies de marché émergentes sont relativement stables. L'appréciation du dollar des États-Unis s'est interrompue, le redémarrage des activités économiques qui avaient été suspendues en Chine a amélioré les perspectives de croissance de certains exportateurs de matières premières, et les répercussions des récentes tensions qu'a connues le secteur bancaire dans les grandes économies avancées ont été limitées, les rendements des obligations souveraines et de société n'ayant varié qu'à la marge. Néanmoins, la volatilité accrue des marchés financiers, l'augmentation de l'endettement extérieur et la forte exposition des banques vis-à-vis des titres de dette souveraine nationale aggravent les vulnérabilités dans les économies de marché émergentes et en développement. Plusieurs pays à faible revenu ont été confrontés à des conditions de financement de plus en plus restrictives, et la charge du service de leur dette s'est alourdie sous l'effet de l'augmentation des primes de risque souverain et d'un recours accru à

des emprunts libellés en USD. À moyen terme, les risques liés au climat pourraient également dégrader les perspectives de croissance et accentuer les tensions inflationnistes dans les économies de marché émergentes et en développement.

Les émissions titres de dette souveraine des économies de marché émergentes et des économies en développement ont diminué de 7 % environ (300 milliards USD) en 2022 (OCDE, 2023d). Les émissions de titres d'emprunt d'entreprise ont aussi reculé (Banque mondiale, 2023), et les entrées d'investissements de portefeuille ont ralenti, les économies avancées offrant des rendements plus élevés (graphique 1.24, partie A)⁶. Les écarts de rendement des obligations souveraines libellées en devises et les rendements des obligations de société ont augmenté dans toutes les régions depuis le début mars, même s'ils restent généralement inférieurs aux sommets atteints en 2022 (graphique 1.24, parties B et C). Les tensions les plus fortes ont été observées dans les pays à faible revenu très endettés, dont bon nombre sont aujourd'hui en situation de surendettement souverain. Environ un quart des 62 économies de marché émergentes et en développement se caractérisent maintenant par un écart de rendement des obligations souveraines libellées en devises supérieur à 10 points de pourcentage (graphique 1.24, partie D), et plus de 40 % de la dette souveraine arrivera à échéance au cours des trois prochaines années dans les économies de marché émergentes et en développement à faible revenu (OCDE, 2023 d)⁷.

La dette extérieure ainsi que l'exposition des secteurs bancaires nationaux vis-à-vis des obligations d'État émises dans le pays considéré ont augmenté dans les économies de marché émergentes depuis la crise financière mondiale, même si la nature des risques diffère selon les économies.

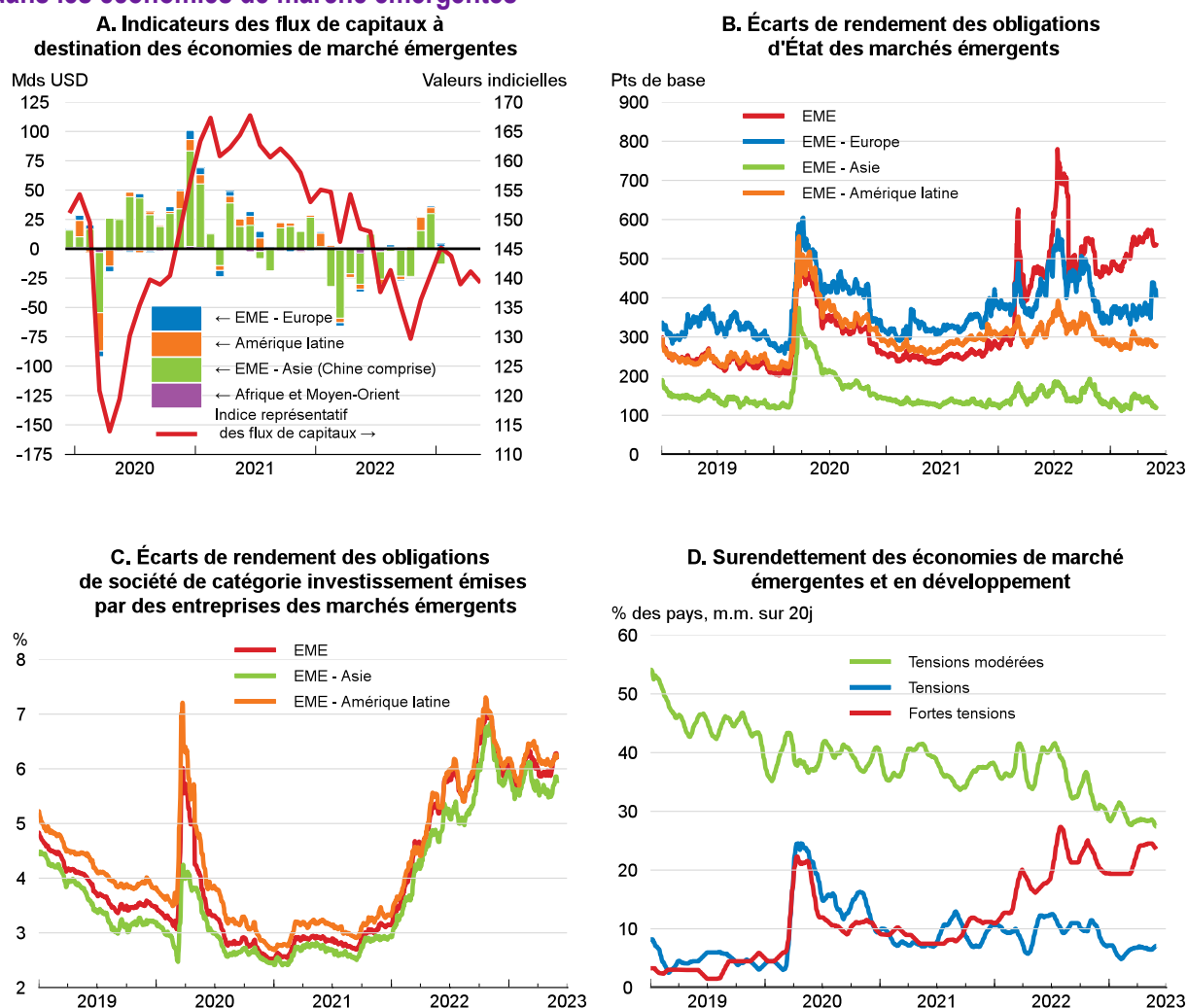
- Parmi les pays caractérisés par un endettement extérieur élevé (graphique 1.25, partie A), l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Chili, la Colombie, la Malaisie et la Türkiye avaient des besoins de financement à court terme – définis comme la somme de la dette à court terme sur la base de l'échéance résiduelle et du déficit cumulé des paiements courants à 12 mois – supérieurs à 15 points de PIB en 2022 (FMI, 2022b). Le niveau médian du déficit des paiements courants s'est creusé de 0.8 point de PIB en 2022 dans les économies de marché émergentes, et davantage dans les économies importatrices de matières premières, sachant que l'essentiel de cette aggravation était imputable à une dégradation du solde commercial⁸.
- En outre, certains pays ayant une dette extérieure relativement élevée, comme le Costa Rica, la Colombie, la Malaisie et la Roumanie, ont également vu leur solde des revenus d'investissement diminuer fortement. Les entrées d'IDE ont diminué de 35 % dans les économies de marché émergentes du G20 en 2022 (OCDE, 2023c), en restant cependant suffisantes pour couvrir dans une large mesure le déficit des paiements courants dans plusieurs pays d'Amérique latine, notamment au Brésil, en Colombie et au Mexique. Dans d'autres pays, il existe des risques de recours accru aux financements extérieurs à court terme, susceptible d'accroître l'exposition au risque de refinancement.

⁶ Dans les grandes économies affichant des résultats budgétaires meilleurs que prévu, le ralentissement des émissions de titres de dette souveraine tient en partie à l'intention de réduire l'endettement hérité de la pandémie. Par contre, dans les pays à faible revenu, le recul des émissions de titres d'emprunt est davantage lié au durcissement des conditions de financement sur les marchés internationaux de capitaux.

⁷ Depuis novembre 2022, les agences de notation ont revu à la baisse leurs notations de la dette souveraine de l'Argentine, du Bangladesh, de l'Égypte, de l'Éthiopie, du Ghana, du Kenya, du Nigéria, du Pakistan, du Sri Lanka, de la Tunisie et de l'Ukraine. Sur la même période, le FMI a également conclu des accords au titre du mécanisme élargi de crédit avec le Bangladesh, la Côte d'Ivoire, l'Égypte, le Sri Lanka et l'Ukraine ; au titre de la facilité élargie de crédit pour le Bangladesh, la Côte d'Ivoire et le Ghana ; au titre de la facilité pour la résilience et la durabilité avec le Bangladesh ; et au titre de la ligne de crédit modulable avec le Maroc.

⁸ Les pays pris en compte sont l'Afrique du Sud, l'Argentine, l'Arabie saoudite, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, le Pérou, les Philippines, la Roumanie, la Russie, la Thaïlande, la Türkiye et le Viet Nam.

Graphique 1.24. La volatilité des marchés financiers s'est récemment accentuée dans les économies de marché émergentes

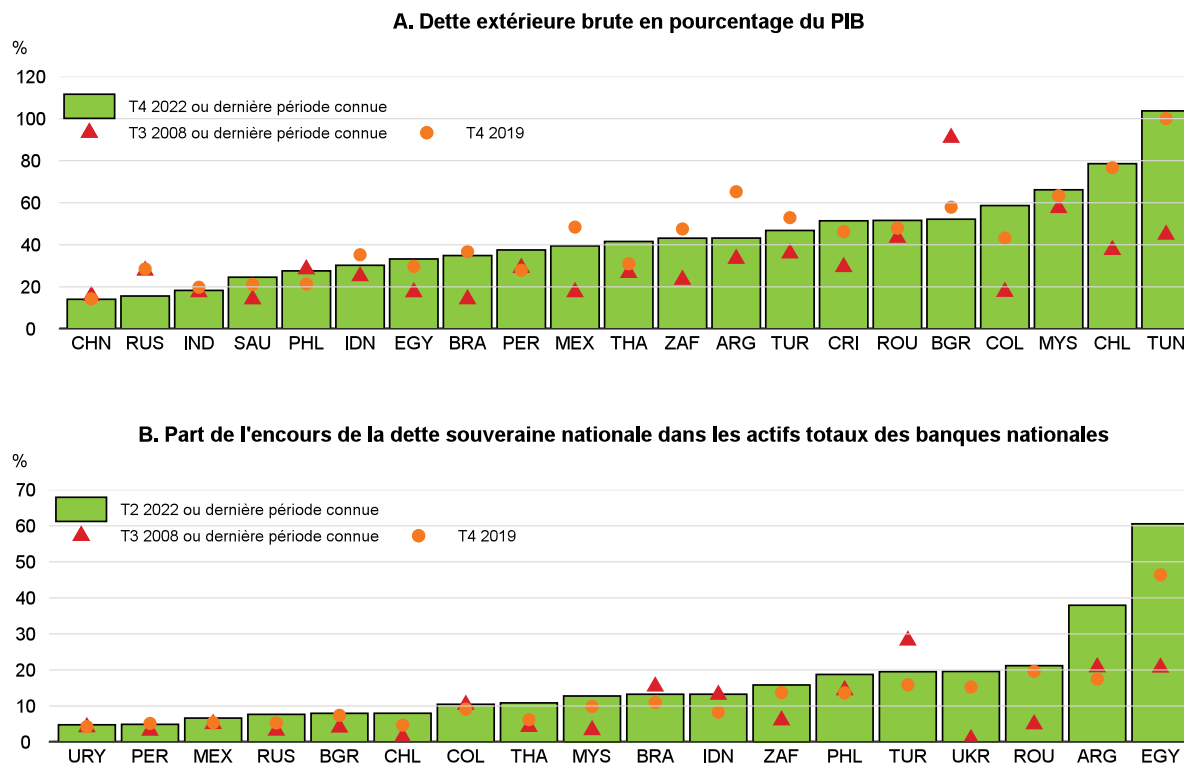


Note : La partie A montre les entrées brutes d'investissements de portefeuille tirées de la base de données de l'OCDE sur les flux de capitaux mensuels pour 21 économies de marché émergentes regroupées en quatre zones géographiques, ainsi que l'indice Bloomberg représentatif des flux de capitaux. Ce dernier est un indice composite mensuel qui reflète les performances de différentes catégories d'actifs (matières premières, actions, obligations d'État libellées en devises et devises). Une augmentation de la valeur de l'indice est le signe d'entrées de capitaux dans les économies de marché émergentes ; une diminution signale des sorties de capitaux. La partie B présente des moyennes simples régionales des écarts de rendement obligataire mesurés à l'échelle mondiale à l'aide de l'indice obligataire des marchés émergents (EMBI, *Emerging Market Bond Index*) de J.P. Morgan, c'est-à-dire des primes de risque souverain égales aux différences de rendement entre les obligations d'État libellées en USD émises par les économies de marché émergentes et les obligations du Trésor des États-Unis. La catégorie « EME-Europe » recouvre la Roumanie et la Türkiye. La catégorie « EME-Asie » englobe la Chine, l'Indonésie, l'Inde, la Malaisie, les Philippines et le Viet Nam. La catégorie « EME-Amérique latine » recouvre le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique et le Pérou. L'agrégat « EME » recouvre l'ensemble de ces pays ainsi que l'Afrique du Sud et l'Ukraine. La partie C montre des moyennes régionales simples des rendements d'obligations de société de catégorie investissement émises par des entreprises des marchés émergents, mesurés par l'indice ICE-Bank of America Investment Grade Emerging Markets Corporate Plus. La catégorie « EME-Asie » englobe la Chine, l'Indonésie, l'Inde, la Malaisie et la Thaïlande. La catégorie « EME-Amérique latine » recouvre le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou. L'agrégat « EME » comprend également l'Afrique du Sud et la Türkiye. Dans la partie D, les pays sont répartis en trois catégories et considérés comme soumis à des « tensions modérées » si l'écart de rendement obligataire mesuré à l'échelle mondiale à l'aide de l'EMBI de J.P. Morgan s'établit entre 300 et 700 points de base ; à des « tensions moyennes » si cet écart de rendement est compris entre 700 et 1000 points de base ; et à des « fortes tensions » si cet écart de rendement est supérieur ou égal à 1000 points de base. Données établies à partir de 62 économies de marché émergentes et en développement.

Source : OCDE, Base de données sur les flux de capitaux mensuels ; Bloomberg ; FactSet ; et calculs de l'OCDE.


StatLink  <https://stat.link/l78c41>

Graphique 1.25. La dette extérieure a augmenté et les liens entre les banques nationales et les obligations souveraines émises dans le pays considéré se sont renforcés dans les économies de marché émergentes



Note : Dans la partie A, les données relatives au PIB en monnaie locale sont converties en USD à partir des taux de change du marché. Les triangles rouges représentent les données relatives à T1 2015 pour la Chine, à T1 2012 pour la Malaisie, à T3 2010 pour les Philippines et à T1 2017 pour l'Arabie saoudite. Dans la partie B, le total est actifs bancaires est égal à la somme des créances des établissements de dépôts nationaux sur les emprunteurs résidents et non résidents. Les barres représentent des données relatives à T1 2022 pour le Pérou et à T4 2021 pour la Russie. Dans le cas de l'Argentine, le triangle correspond à T1 2017.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; Banque mondiale, Statistiques trimestrielles sur la dette extérieure (base de données) ; Fonds monétaire international (FMI), base de données relative aux investisseurs en dette souveraine ; FMI, Statistiques financières internationales ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/fqebg2>

- Dans les pays où le système bancaire est très exposé vis-à-vis de l'État, comme l'Argentine et l'Égypte (graphique 1.25, partie B), une perte de confiance ou une accentuation du risque souverain perçu exacerberait les risques d'enclenchement d'une boucle de rétroaction négative entre les emprunteurs souverains et les bilans des banques⁹. Cela entraverait également le financement du secteur privé et la croissance, étant donné que les banques sont les principales sources de crédit dans les économies de marché émergentes (Ehlers et Villar, 2015).

⁹ Pour le pays médian parmi les économies de marché émergentes représentées dans la partie B du graphique 1.25, l'exposition du système bancaire national vis-à-vis de l'État au 2e trimestre de 2022 était supérieure de 8 points de pourcentage environ au niveau médian dans 25 économies avancées de l'OCDE.

Outre les tensions financières potentielles, les économies de marché émergentes et en développement restent confrontées à des risques liés au climat à moyen terme, tels que les sécheresses, qui pourraient dégrader les perspectives de croissance et raviver les tensions inflationnistes (Kabundi et al., 2022). L'augmentation de la part des produits alimentaires dans les paniers de consommation (OCDE, 2022a), les pressions persistantes sur la sécurité alimentaire et la moindre résilience des économies de marché émergentes et en développement face aux phénomènes climatiques extrêmes, en particulier, pourraient avoir des effets inflationnistes prolongés (Faccia et al., 2021).

Les risques liés aux marchés de l'énergie n'ont pas disparu

En Europe, le risque d'une grave pénurie d'approvisionnement énergétique s'est atténué, mais n'a pas disparu. Contrairement à ce que l'on a pu craindre, les stocks de gaz avoisinent des niveaux records pour cette période de l'année. La consommation a fortement diminué, enregistrant une baisse de 17.7 % dans l'UE au cours de la période de huit mois qui s'est achevée en mars 2023, en raison des sommets atteints par les prix, conjugués à la douceur de l'hiver dans l'hémisphère nord, aux investissements réalisés dans l'efficacité énergétique, et à la diminution de la production dans certains secteurs à forte intensité énergétique. Le niveau des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) reste également élevé, compte tenu des nouvelles capacités de stockage en mer de certains pays. Il faut en outre prendre en compte les importations résiduelles de Russie acheminées par gazoduc. Néanmoins, la constitution de stocks suffisants pour l'hiver 2023-24 soulève toujours certaines difficultés. En 2023, les approvisionnements russes seront probablement minimes par rapport aux premiers mois de 2022, et un rebond potentiel de la demande chinoise renforcerait la concurrence pour une offre mondiale de GNL tendue. Cela pourrait entraîner une nouvelle montée des prix de l'énergie, provoquant à nouveau une flambée des prix à la consommation ainsi que des perturbations économiques. Des risques de hausses de prix subsistent également sur les marchés pétroliers, compte tenu de l'incertitude persistante qui entoure les effets qu'auront sur l'offre mondiale en 2023 les baisses de production des membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et les sanctions occidentales frappant le pétrole brut et les produits pétroliers russes.

Risques à la hausse

La balance des risques penche assurément du côté d'un ralentissement de la croissance mondiale et/ou d'une persistance accrue des tensions inflationnistes, mais il existe également divers facteurs qui pourraient déboucher sur des résultats économiques plus favorables que prévu.

- Les dynamiques de la croissance, de l'emploi et de l'inflation observées depuis 2020 tiennent dans une large mesure aux forces associées à la pandémie, y compris aux mesures prises par les pouvoirs publics pour y faire face. La nature exceptionnelle de cet épisode ainsi que le redémarrage des activités économiques qui avaient été suspendues impliquent qu'une incertitude considérable entoure nécessairement la façon dont ces dynamiques vont évoluer. Une croissance de la population active plus vigoureuse que prévu, en particulier, stimulerait la production et faciliterait la désinflation. Après un quasi-gel des migrations internationales pendant la première phase de la pandémie, les flux migratoires à destination d'un certain nombre d'économies avancées ont été très importants, ce qui tenait en partie à un phénomène de rattrapage consécutif à l'interruption de 2020-21. La persistance d'une immigration nette similaire porterait la croissance de la population active dans ces pays à un niveau plus élevé que prévu. Par ailleurs, dans un certain nombre de pays, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, davantage de personnes pourraient entrer sur le marché du travail à mesure que les phénomènes de réduction de l'offre de main-d'œuvre intérieure dus à la pandémie se résorbent.

- Dans de nombreuses économies, le marché du travail s'est également caractérisé pendant la pandémie par un nombre exceptionnellement élevé d'emplois vacants, souvent nettement supérieur au nombre de personnes cherchant du travail. S'il est possible de tempérer la demande de main-d'œuvre en réduisant l'écart entre le nombre de postes à pourvoir et celui de demandeurs d'emploi, tout en ayant une augmentation modeste voire nulle du taux de chômage, alors un niveau donné de désinflation pourra être atteint avec une croissance économique plus forte que dans le cas contraire. Dans le même ordre d'idée, le processus en cours d'inversion des changements de composition de la demande associés à la pandémie (d'abord au profit des biens puis au profit des services) pourrait se dérouler de manière plus rapide et plus fluide qu'on ne s'y attend, ce qui contribuerait à modérer les tensions inflationnistes persistantes qui s'exercent actuellement sur les prix des services.
- S'agissant des économies de marché émergentes, une source potentielle de risques à la hausse réside dans la possibilité qu'une amélioration des conditions financières étaye l'investissement, notamment l'investissement direct étranger (IDE), et les bilans du secteur privé. Cela renforcerait l'investissement global, améliorerait les perspectives de croissance et contribuerait à réduire la vulnérabilité des pays face aux inversions ou aux interruptions soudaines des entrées de capitaux.

En outre, il existe divers chocs envisageables qui pourraient être favorables à la croissance tout en dégradant les perspectives d'inflation, ou inversement. Ainsi, un redressement plus modeste qu'attendu de l'économie chinoise cette année, ou des effets plus marqués que prévu du resserrement des politiques monétaires contribueraient probablement à réduire les tensions inflationnistes plus rapidement que prévu, mais ils affaibliraient aussi la croissance mondiale. D'un autre côté, si le reste de l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie est plus volumineux qu'on ne l'estime, ou s'il est utilisé plus vite que prévu, cela aura un effet positif sur la croissance, mais freinera le processus de désinflation.

Impératifs pour l'action publique

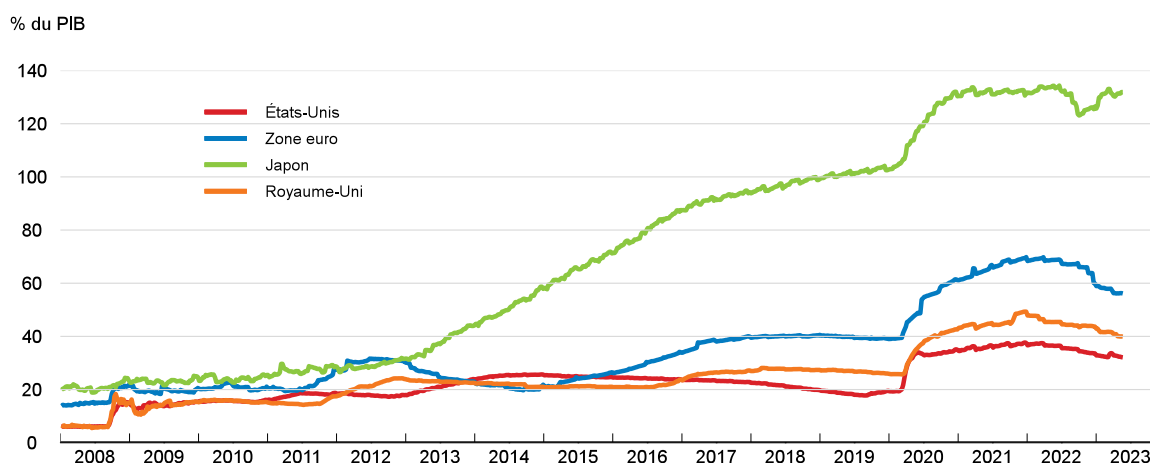
Sous l'effet de la persistance des tensions inflationnistes, de la modestie des perspectives de croissance et des risques importants de divergence à la baisse par rapport aux projections, les décideurs publics sont confrontés à des enjeux difficiles. Pendant quelque temps, il sera nécessaire de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé pour faire baisser durablement les tensions inflationnistes. Dans l'éventualité d'un surcroît de tensions sur les marchés de capitaux, les banques centrales devront utiliser les outils de politique financière à leur disposition pour garantir une liquidité adéquate et minimiser les risques de contagion. En raison de la baisse des prix de l'énergie et de la revalorisation des prestations sociales versées pour compenser l'inflation passée, les aides budgétaires destinées à atténuer l'impact de la flambée des coûts des produits alimentaires et de l'énergie ne devraient être ciblées que sur les ménages vulnérables insuffisamment couverts par le système général de protection sociale. Cette évolution renforcerait les incitations à réduire la consommation d'énergie et soutiendrait la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation. Avec une dette publique plus élevée qu'avant la pandémie dans la plupart des pays et des gouvernements placés face à des futurs besoins de dépense liés au vieillissement démographique et à la transition climatique, les autorités devraient plus attentivement veiller à la viabilité de la dette. Il est essentiel de reconstituer une marge de manœuvre budgétaire et utiliser les ressources limitées afin de pouvoir répondre aux futures priorités de l'action publique et faire face aux futurs chocs avec efficacité. L'ensemble des économies devront déployer encore plus d'efforts pour relever les grands défis structurels, dont le vieillissement de la population, le changement climatique et la transformation numérique. Étant donné l'ampleur et l'ubiquité de ces enjeux, des réformes audacieuses et continues seront indispensables pour redynamiser la croissance et en améliorer simultanément la qualité.

Dans les économies avancées, la politique monétaire doit rester restrictive pendant un certain temps

La plupart des banques centrales des économies avancées ont continué de resserrer la politique monétaire ces derniers mois, même après l'épisode de turbulences sur les marchés de capitaux survenu en mars. Ces hausses ont néanmoins eu tendance à se faire plus limitées et certaines banques ont annoncé une pause de manière à pouvoir évaluer l'impact de l'ensemble des resserrements déjà effectués, après le retour récent à des taux d'intérêt réels anticipés généralement positifs. Beaucoup de banques centrales réduisent en outre désormais leurs détentions de titres, soit en ne réinvestissant pas (ou pas intégralement) le produit des titres arrivant à échéance (resserrement quantitatif passif), soit en cédant des obligations (resserrement quantitatif actif). Dans la plupart des économies avancées, elles ont ainsi réduit leurs bilans. En revanche, face à la nécessité d'injecter plus de liquidité après l'apparition de difficultés dans le secteur bancaire en mars, les banques centrales de certaines juridictions ont décidé d'accroître temporairement leurs actifs (graphique 1.26).

Graphique 1.26. La taille de la plupart des bilans des banques centrales a commencé à diminuer

Actifs de la banque centrale



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Banque du Japon ; Banque d'Angleterre ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/8uxb1h>

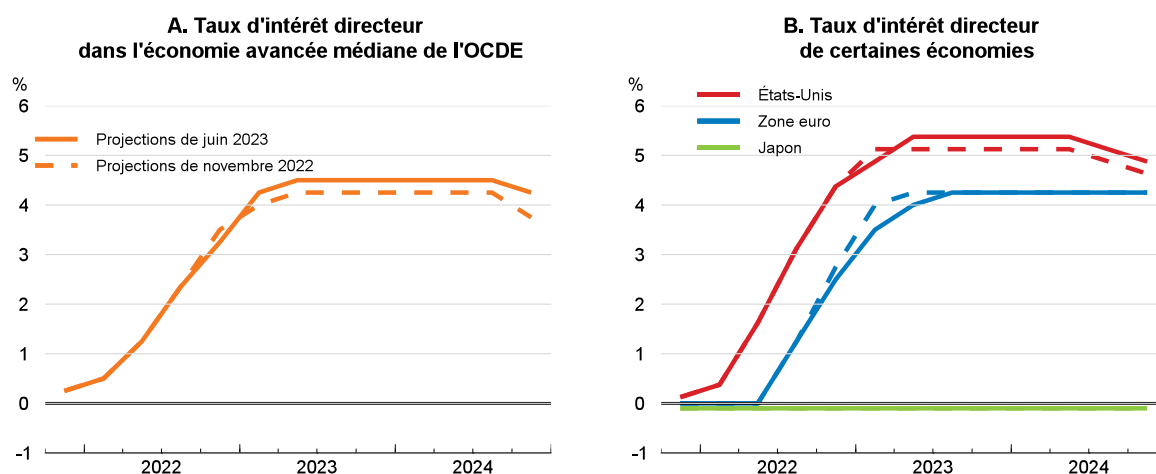
Plusieurs trimestres de taux d'intérêt réels anticipés positifs et de croissance inférieure à la tendance seront probablement nécessaires pour apaiser durablement les tensions sur les ressources et permettre une désinflation sur la durée, notamment dans les cas où l'inflation est alimentée en grande partie par des tensions sur la demande (OCDE, 2022b). Toutefois, le calibrage des mesures monétaires sur l'économie nationale est une tâche complexe, et il faut que les politiques publiques puissent s'adapter avec la publication de nouvelles données, puisqu'on ne sait pas avec certitude avec quelle rapidité le relèvement des taux d'intérêt produira ses effets, ni quels seront les effets d'entraînement potentiels du resserrement des politiques dans d'autres pays et du durcissement des conditions financières. Si l'effet du durcissement monétaire a commencé à se faire sentir sur les marchés de capitaux et les marchés du logement, aucun signe clair de recul persistant de l'inflation sous-jacente n'a encore été observé. Le resserrement simultané opéré dans de nombreux pays rend le mécanisme de transmission plus complexe et incertain, en particulier pour les plus petites économies. Les effets les plus forts proviennent du tassement de la demande mondiale et les plus faibles, à savoir les effets sur les taux de change, découlent des mesures

prises par les pouvoirs publics au niveau national. Cette situation pourrait prolonger le délai nécessaire pour ramener l'inflation vers son objectif. Des actions de communication continues seront indispensables pour combler l'écart entre l'intention déclarée des banques centrales de maintenir une orientation restrictive pendant une longue période et les attentes des marchés concernant une baisse rapide des taux directeurs.

Dans la plupart des pays, les taux directeurs ont atteint selon nos projections ou devraient atteindre leurs points hauts dans les prochains mois (graphique 1.27). Une fois que l'inflation s'atténuera et approchera les niveaux cibles des banques centrales, les taux directeurs pourraient commencer à baisser, en 2024, dans certaines juridictions.

- Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux devrait culminer à 5 ¼-5 ½ pour cent à compter du deuxième trimestre 2023. Deux légères réductions des taux devraient être effectuées au second semestre 2024, en raison du retour de l'inflation sous-jacente vers les 2 %. Les détentions d'obligations ont continué de décroître selon une trajectoire préalablement annoncée et cette évolution devrait perdurer. Après des faillites bancaires survenues au mois de mars, la Réserve fédérale a mis en place une nouvelle facilité de prêt, le programme de financement à terme des banques (« Bank Term Funding Program »), dans le cadre duquel les sûretés admissibles sont évaluées à leur valeur nominale et non à leur valeur de marché. L'apport de liquidité effectué dans ce contexte a ralenti la réduction de son bilan.
- Dans la zone euro, où l'inflation sous-jacente est encore forte, le taux principal de refinancement devrait culminer à partir du troisième trimestre 2023 puis rester inchangé à 4 ¼ pour cent jusqu'à la fin 2024. Après l'expiration complète escomptée du programme de réinvestissement du produit des obligations du programme d'achats d'actifs à compter de juillet, le resserrement quantitatif devrait s'accélérer. Toutefois, le produit des titres arrivant à maturité, acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie, devrait quant à lui continuer d'être intégralement réinvesti en vue de continuer à utiliser toutes les marges de souplesse disponibles pour limiter la fragmentation financière dans la zone euro.
- La Banque du Japon a modifié la conduite de sa politique de contrôle de la courbe des rendements en décembre 2022, en permettant au rendement des obligations d'État à dix ans de fluctuer de 0.5 point de pourcentage dans les deux sens par rapport à l'objectif de 0 %, contre 0.25 point précédemment. Elle devrait maintenir une politique accommodante, et ne relèvera donc pas le taux directeur avant fin 2024, en raison d'une inflation sous-jacente encore modérée. Cela étant, la pente de la courbe des rendements devrait peu à peu se redresser en 2023-24 à mesure que la Banque du Japon modifiera graduellement la conduite de sa politique de contrôle de la courbe des rendements.
- Aucun autre relèvement des taux directeurs n'est projeté au Canada et en Corée alors qu'en Australie et au Royaume-Uni, les taux devraient atteindre leur point culminant à partir du deuxième trimestre 2023. Dans ces quatre pays, une réduction modérée des taux devrait avoir lieu au second semestre 2024. Excepté en Corée, les détentions d'obligations des banques centrales devraient encore baisser.

Graphique 1.27. La politique monétaire devrait rester restrictive



Note : Les lignes continues renvoient aux projections de l'OCDE de juin 2023, tandis que les lignes en tiret désignent celles de novembre 2022. Dans la partie A, les économies avancées comprennent l'Australie, le Canada, la Corée, le Danemark, les États-Unis, la Hongrie, l'Islande, Israël, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, la Pologne, la Suède, la Suisse, la République tchèque, le Royaume-Uni et la zone euro. Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/4Indk1>

Les autorités monétaires et financières devraient continuer d'intervenir pour contrôler et atténuer les risques d'instabilité financière. Elles devront communiquer clairement pour réduire au minimum l'incertitude concernant les conflits apparents entre les mesures qu'elles doivent prendre pour respecter leur double mandat de stabilité des prix et de stabilité financière. Parmi les principaux domaines d'action, les autorités de surveillance et de réglementation doivent notamment agir afin d'assurer que les banques de petite et moyenne tailles disposent de ratios de fonds propres et de liquidité adéquats et de plans formels appropriés pour parer à toute insuffisance, et en procédant à des tests de résistance rigoureux face aux risques de crédit et de liquidité, provenant en particulier des marchés immobiliers. Le manque de données relatives aux institutions financières non bancaires (IFNB) doit aussi être comblé et il convient de renforcer la réglementation et la surveillance qui leur sont appliquées. Si de nouveaux problèmes frappant les marchés imposent des apports de liquidité supplémentaires aux banques ou aux institutions non bancaires, ces apports devraient être fixés à un niveau relativement élevé, être assortis de critères précis, être limités dans le temps et viser à minimiser l'aléa moral. Les problèmes de solvabilité ne devraient pas être réglés par des apports de liquidité des banques centrales, mais être maîtrisés dans le cadre de régimes de résolution nationaux limitant le besoin de recourir aux deniers publics (FMI, 2023).

En communiquant clairement sur les pertes financières importantes dont elles font actuellement état, les banques centrales préserveraient leur crédibilité, tout en assurant l'efficacité de la politique monétaire. Ces pertes sont dues à l'expansion accélérée de leurs bilans depuis la crise économique mondiale, à la dépréciation des avoirs qu'elles détiennent, en particulier les titres à long terme achetés dans le cadre de leur politique d'assouplissement quantitatif, et à l'impact des relèvements rapides des taux directeurs sur la rémunération des dépôts des banques commerciales auprès des banques centrales (encadré 1.3). L'ampleur des pertes déclarées pourrait encore augmenter dans les années à venir. Cette évolution entraîne des répercussions sur les finances publiques puisqu'elle a pour effet de réduire ou de faire cesser les remises de fonds des banques centrales à l'État. On aurait tort de considérer les pertes déclarées des banques centrales comme un signe d'échec de leurs politiques dans la mesure où ces déficits découlent de leur mandat de stabilité des prix et n'entraînent pas nécessairement une perte de leur indépendance puisqu'elles peuvent fonctionner avec efficacité même quand leur valeur nette est négative.

Encadré 1.3. Les pertes des banques centrales important-elles vraiment ?

Après avoir enregistré d'importants gains tirés de la politique d'assouplissement quantitatif pendant la majeure partie de la dernière décennie, plusieurs banques centrales d'économies avancées ont récemment fait état de pertes financières, qui pourraient souvent persister dans les prochaines années. Ces pertes s'expliquent largement par la taille importante de leurs bilans qui s'est accrue durant la longue période d'assouplissement quantitatif et par les effets des récentes hausses des taux d'intérêt directeurs. Cet encadré contient une analyse des principaux facteurs à l'origine de ces déficits et des retombées qu'ils pourraient avoir sur les finances publiques, ainsi que sur la crédibilité des banques centrales et l'efficacité de leur politique.

Les relèvements des taux directeurs réduisent les produits d'intérêts nets des banques centrales. La politique d'assouplissement quantitatif a créé une asymétrie importante entre les échéances de leurs actifs et de leurs passifs. Pour ce qui est de leur passif, leurs réserves (principalement constitués des dépôts des banques commerciales) ont fortement augmenté. Or, la rémunération de ces réserves est étroitement liée aux taux d'intérêt directeurs et a donc rapidement augmenté, au bénéfice des banques commerciales, à mesure que ces taux ont été revus à la hausse. En revanche, s'agissant de l'actif, la plupart des actifs acquis pendant la période d'assouplissement quantitatif étaient des obligations à taux fixe à long terme générant un flux de revenus relativement stable. Lorsque les taux directeurs ont atteint leur niveau plancher de zéro ou s'en sont approchés, le solde entre ces deux séries de décaissements a entraîné des gains pour les banques centrales. Même après leurs relèvements courant 2022, l'impact des taux directeurs sur les produits d'intérêts nets en année pleine a été relativement modéré (graphique 1.28), en particulier lorsque ces hausses ont eu lieu en fin d'année, comme dans la zone euro. En revanche, leurs effets se feront sans doute plus largement sentir en 2023 et 2024 (Anderson et al., 2022 ; De Nederlandsche Bank, 2022).

Les hausses des taux d'intérêt déprécient en outre la valeur de marché des titres, d'où peuvent s'ensuivre des pertes de valorisation. Cela étant, le moment de cette dévalorisation et son ampleur dépendront des référentiels comptables utilisés par les banques centrales et de leurs décisions de céder des actifs. Ainsi, la Réserve fédérale et la Banque du Japon comptabilisent aux coûts amortis les titres détenus à des fins de politique monétaire. De ce fait, les fluctuations des valorisations n'ont pas d'incidence sur leurs bénéfices tant qu'elles n'ont pas procédé, comme c'est le cas jusqu'à présent, à des cessions de titres. Les règles comptables de l'Eurosystème, également suivies par la Suède, autorisent les banques centrales à valoriser les titres qu'elles détiennent à des fins de politique monétaire soit aux coûts amortis, soit aux prix du marché (Kjellberg et Åhl, 2022). Si les banques centrales de la zone euro ont en général opté pour une comptabilisation aux coûts amortis, la Riksbank a adopté la comptabilisation aux prix du marché, ce qui a fait apparaître des pertes importantes dans ses états financiers en 2022. En effet, aux prix du marché, les pertes sont comptabilisées plus rapidement. D'autres banques centrales, qui comptabilisent aux prix du marché les titres qu'elles détiennent à des fins de politique monétaire, comme l'Australie, le Canada, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suisse, ont également fait état ou devraient faire état de pertes importantes en 2022 (sauf indemnités par leurs gouvernements, voir plus loin). En Suisse, où la banque centrale a enregistré une perte inhabituellement élevée correspondant à 17 % du PIB, ce déficit a été dû aux fluctuations de la valeur, en monnaie nationale, des réserves de change, y compris les placements en valeurs étrangères.

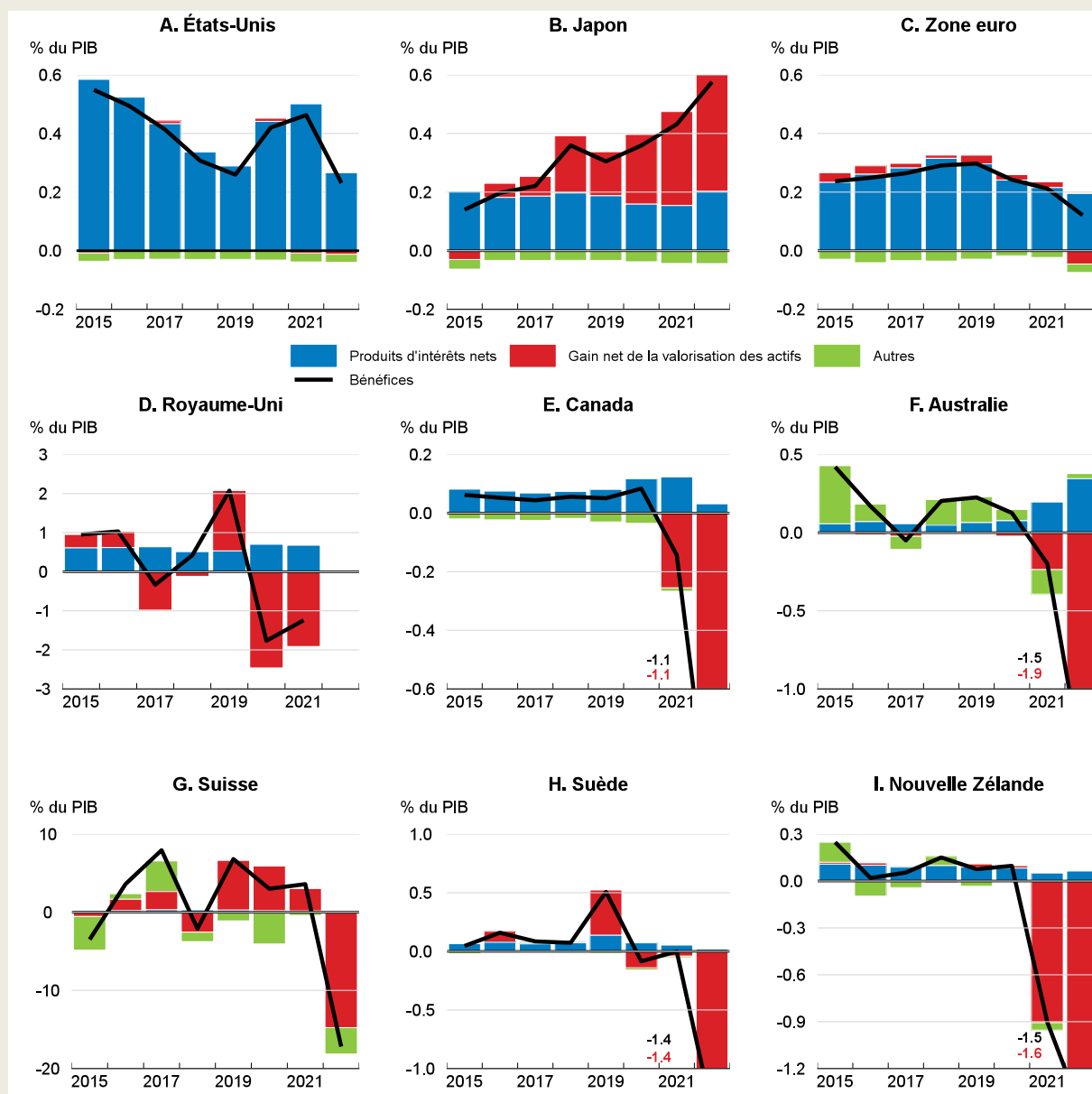
Les pertes des banques centrales pèseront sur les finances publiques. Si les dispositions institutionnelles varient largement selon les pays, les pertes vont en général signifier que les décaissements des banques centrales au Trésor, sous forme d'impôts sur le revenu ou de remises de fonds, seront moins élevés, voire nuls. En outre, il peut y avoir des flux de trésorerie dans l'autre sens (à savoir des décaissements *en provenance* du Trésor) si les banques centrales ont droit à une indemnisation de l'État pour certaines pertes, comme celles découlant de leur politique d'assouplissement quantitatif. Ainsi, au Royaume-Uni, le Trésor indemnise totalement la Facilité d'achat d'actifs (*Asset Purchase Facility*) de la Banque d'Angleterre, au moyen de laquelle elle a acquis des actifs pour les besoins de sa politique d'assouplissement quantitatif. Ces pertes indemnisées constituent un passif éventuel pour l'État. L'impact annuel sur le solde budgétaire des administrations publiques devrait en général être léger (graphique 1.29), mais risque de se prolonger dans la mesure où ces pertes pourraient perdurer pendant plusieurs années. Même après le retour des banques centrales à une situation bénéficiaire, un certain laps de temps pourrait s'écouler avant la reprise des remises de fonds au Trésor¹.

Du point de vue plus général du secteur public, l'assouplissement quantitatif a effectivement raccourci l'échéance moyenne de la dette. En consolidant les bilans des administrations publiques et de la banque centrale, cette politique a eu pour effet, dans une large mesure, un remplacement des obligations à long terme à taux fixe par des réserves bancaires à court terme et à taux variables (OBR, 2022). Même si cette évolution peut cesser dès lors que les banques centrales auront ramené leurs bilans aux niveaux ayant précédé les mesures d'assouplissement quantitatif, les relèvements des taux d'intérêt se répercutent actuellement plus vite sur les coûts du service de la dette qu'ils ne l'auraient fait sans cela.

Les pertes subies par les banques centrales ne constituent pas le signe d'une erreur de la politique qu'elles ont menée. Les banques centrales ont en effet pour mandats la stabilité des prix et la stabilité financière, mais non la maximisation de leurs bénéfices. Leurs pertes actuelles, ainsi que leurs gains antérieurs tirés de l'assouplissement quantitatif, sont un effet secondaire des mesures qu'elles ont prises pour respecter ces mandats et ont été depuis longtemps anticipées (au moins depuis novembre 2012 dans le cas du Royaume-Uni ; Banque d'Angleterre, 2012). De plus, étant exemptées de l'obligation de se soumettre aux exigences d'adéquation des fonds propres ou à des procédures de faillite, elles peuvent fonctionner efficacement même si leur valeur nette est négative, comme les banques centrales du Chili, d'Israël, du Mexique et de la République tchèque l'ont fait pendant plusieurs années (Bell et al., 2023).

Cela étant, des pertes ou une valeur nette négative peuvent susciter des difficultés en termes de communication. Ainsi, certaines décisions de politique monétaire, telles que l'arrêt ou le non démarrage du resserrement quantitatif actif, pourraient être interprétées à tort comme étant motivées par la volonté des banques centrales d'endiguer leurs pertes et non par l'obligation qui leur incombe de respecter les mandats qui leur ont été expressément assignés, ce qui pourrait nuire à leur crédibilité. De même, les flux financiers de l'État en leur faveur, décidés notamment en vue de renforcer leurs fonds propres, pourraient être perçus comme une atteinte à leur indépendance. Il importe donc particulièrement que les banques centrales communiquent clairement sur les raisons expliquant leurs pertes et que soit mis en place un cadre transparent de comptabilisation des flux financiers entre les banques centrales et les États.

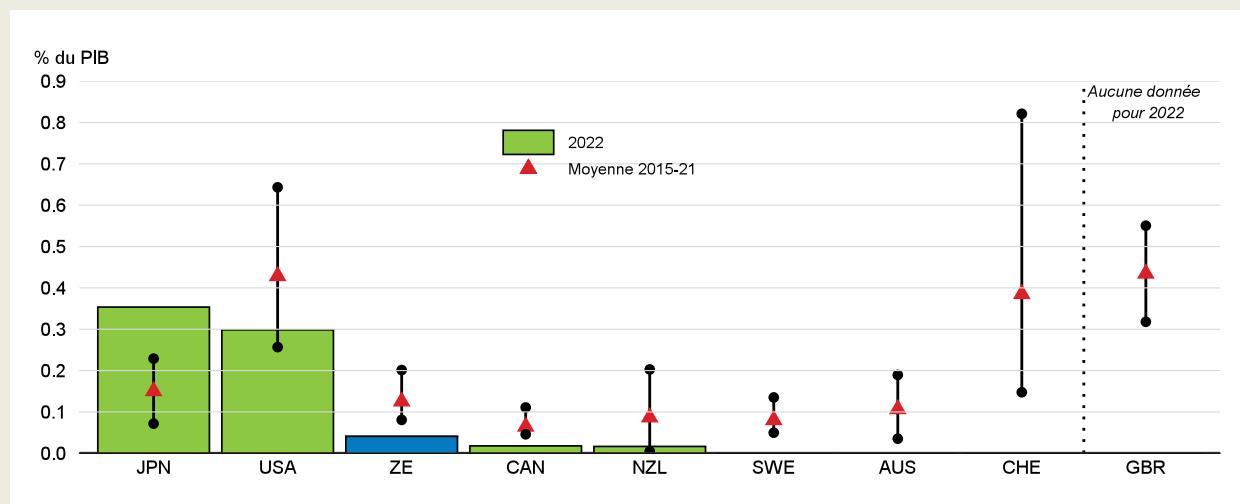
Graphique 1.28. Plusieurs banques centrales affichent désormais des pertes



Note : Les modes de comptabilisation et les exercices comptables diffèrent d'un pays à l'autre et les données doivent donc être comparées avec prudence. Le « gain net de la valorisation des actifs » englobe les gains/pertes réalisés à la suite des transactions financières et, selon le référentiel comptable appliqué, peut également comprendre les gains/pertes non réalisés sur la valorisation d'actifs. Les transferts en provenance/en direction des provisions pour risques sont exclus compte tenu de leur caractère souvent discrétionnaire. Les « bénéfices » s'entendent hors impôts sur le revenu, transferts en provenance/en direction des provisions pour risques et indemnités nettes en direction/en provenance de l'État et différent, pour certains pays, des bénéfices déclarés par la banque centrale. Pour le Japon et le Royaume-Uni, $n-1$ désigne les résultats de l'exercice clos en mars ou en février de l'année civile n . Pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande, n désigne les résultats de l'exercice clos en juin de l'année civile n . En l'occurrence, les ratios par rapport au PIB sont définis en utilisant les observations trimestrielles du PIB les plus proches de la clôture de l'exercice. Pour la zone euro, le graphique présente le résultat consolidé des banques centrales nationales (pour 2022, ne sont prises en compte que les banques centrales ayant publié leurs résultats au 31 mai 2023 – à savoir douze en tout, dont celles des quatre plus grandes économies de la zone euro). Pour le Royaume-Uni, le graphique présente le résultat consolidé de la Banque d'Angleterre et de la Facilité d'achat d'actifs.


Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve ; Banque du Japon ; banques centrales nationales de la zone euro ; Banque d'Angleterre ; Banque du Canada ; Banque de réserve d'Australie ; Banque nationale suisse ; Sveriges Riksbank ; Banque de réserve de Nouvelle-Zélande ; Base de données des comptes nationaux trimestriels de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

Graphique 1.29. Les transferts nets des banques centrales vers les administrations publiques ont diminué



Note : Les modes de comptabilisation et les exercices comptables diffèrent d'un pays à l'autre et les données doivent donc être comparées avec prudence. Le graphique présente les transferts nets des banques centrales à l'État au titre des impôts sur le revenu, des dividendes et des remises de fonds acquittés au Trésor, et (pour le Canada, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni) des indemnités. Les lignes indiquent les fourchettes entre les valeurs maximales et minimales sur la période de 2015 à 2021. Pour la zone euro, le graphique présente le résultat consolidé des banques centrales nationales (pour 2022, ne sont prises en compte que les banques centrales ayant publié leurs résultats au 31 mai 2023 – à savoir douze en tout, dont celles des quatre plus grandes économies de la zone euro). Pour le Royaume-Uni, le graphique présente les chiffres consolidés de la Banque d'Angleterre et de la Facilité d'achat d'actifs. Pour le Japon et le Royaume-Uni, $n-1$ désigne les résultats de l'exercice clos en mars ou en février de l'année civile. Pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande, n désigne les résultats de l'exercice clos en juin de l'année civile n .

Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve ; Banque du Japon ; banques centrales nationales de la zone euro ; Banque d'Angleterre ; Banque du Canada ; Banque de réserve d'Australie ; Banque nationale suisse ; Sveriges Riksbank ; Banque de réserve de Nouvelle-Zélande ; Base de données des comptes nationaux trimestriels de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/pm9b53>

1. Par exemple, la Réserve fédérale comptabilise les pertes comme un engagement négatif – autrement dit un « actif différé » qui sera couvert pas les bénéfices futurs. Les remises de fonds à l'État seront suspendues tant que cet « actif différé » sera comptabilisé.

Il faut revoir le ciblage des aides budgétaires

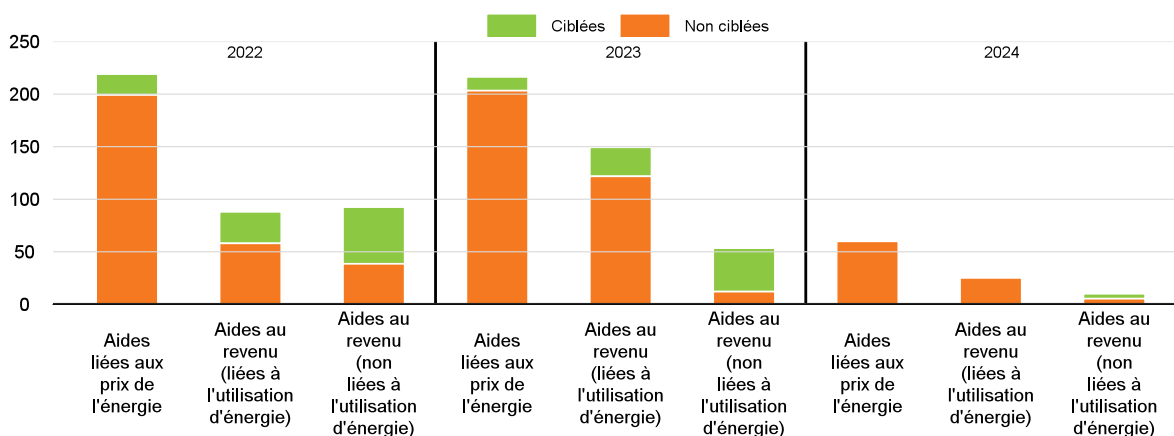
De nombreux gouvernements continuent d'apporter un soutien important aux consommateurs d'énergie. L'estimation médiane du coût budgétaire des mesures en vigueur cette année est de l'ordre de 0,8 % du PIB dans les économies de l'OCDE, soit un niveau plus ou moins inchangé par rapport à 2022, tandis que ce coût est estimé à 2 % du PIB ou plus dans plusieurs pays européens, dont l'Allemagne et la Pologne (OCDE, 2023a). *In fine*, le niveau effectif de ces coûts budgétaires dépendra de l'évolution des prix sur le marché de l'énergie et de la consommation d'énergie et pourrait donc être inférieur à celui budgété initialement, étant donné que les pouvoirs publics ont largement eu recours à des mesures telles que le plafonnement des tarifs et l'application de taux réduits de taxe sur la valeur ajoutée (TVA) pour une partie ou la totalité de l'énergie consommée. Un démantèlement progressif des aides énergétiques est attendu pour 2023-24, et devrait sans doute se traduire par une réduction sensible des coûts budgétaires en 2024, même si une incertitude considérable entoure toujours les projets des pouvoirs publics dans de nombreux pays (graphique 1.30). Par ailleurs, le recul de l'inflation en 2023-24 va probablement peser sur les soldes

budgétaires, les plus-values de recettes qui ont découlé des évolutions inattendues de l'inflation en 2022 cédant la place à une augmentation des dépenses publiques liée aux hausses de salaires dans le secteur public et à l'indexation de nombreuses prestations sociales (ainsi que des salaires minimums) sur l'inflation antérieure.

Les projections budgétaires pour 2023-24 reposent sur les mesures annoncées par les gouvernements et sur les évaluations des projets actuels réalisées par l'OCDE (annexe 1.A). On table sur un assainissement budgétaire modeste dans de nombreux pays, correspondant à une amélioration du niveau médian du solde primaire sous-jacent des économies de l'OCDE de 0.2 point de PIB potentiel en 2023 et de 0.5 point de PIB potentiel en 2024 (graphique 1.31).

Graphique 1.30. Les aides budgétaires destinées à atténuer l'augmentation des coûts énergétiques restent d'une ampleur considérable et pour l'essentiel non ciblées

Coût des aides budgétaires par type de mesure, en milliards USD, calculé à l'aide des taux de change bilatéraux de 2022



Note : Ce graphique repose sur l'agrégation des mesures d'aide en vigueur dans 41 pays, dont 35 économies membres de l'OCDE (l'ensemble des membres de l'Organisation à l'exception de la Hongrie, de l'Islande et de la Suisse) et 6 économies non membres (l'Afrique du Sud, le Brésil, la Bulgarie, la Croatie, l'Inde et la Roumanie). On évalue les mesures d'aide en termes bruts, c'est-à-dire sans tenir compte de l'effet des mesures liées à l'énergie éventuellement adoptées en parallèle pour accroître les recettes, telles que l'imposition des bénéfices exceptionnels enregistrés par les entreprises du secteur énergétique. Les projets annoncés par un gouvernement, mais pas encore votés par le Parlement ont été pris en considération s'il paraît clair qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle qui a été annoncée. Les aides appartenant à la catégorie des crédits ou des apports de fonds propres n'ont pas été prises en compte. Si une mesure donnée s'étale sur plus d'un an, on suppose que son coût budgétaire total est réparti uniformément entre les mois de la période considérée. Pour les mesures dont la fin n'a pas été officiellement annoncée, une date d'expiration a été fixée par hypothèse et la fraction des coûts budgétaires bruts se rapportant à la période 2022-24 a été retenue. En ce qui concerne l'Espagne et le Japon, on suppose que certaines des mesures actuellement en place seront maintenues en 2023 ou 2024, même si leur prolongation n'a pas encore été décidée ou annoncée par les autorités.

Source : OCDE, outil de suivi des mesures d'aide énergétique (*Energy Support Measures Tracker*).

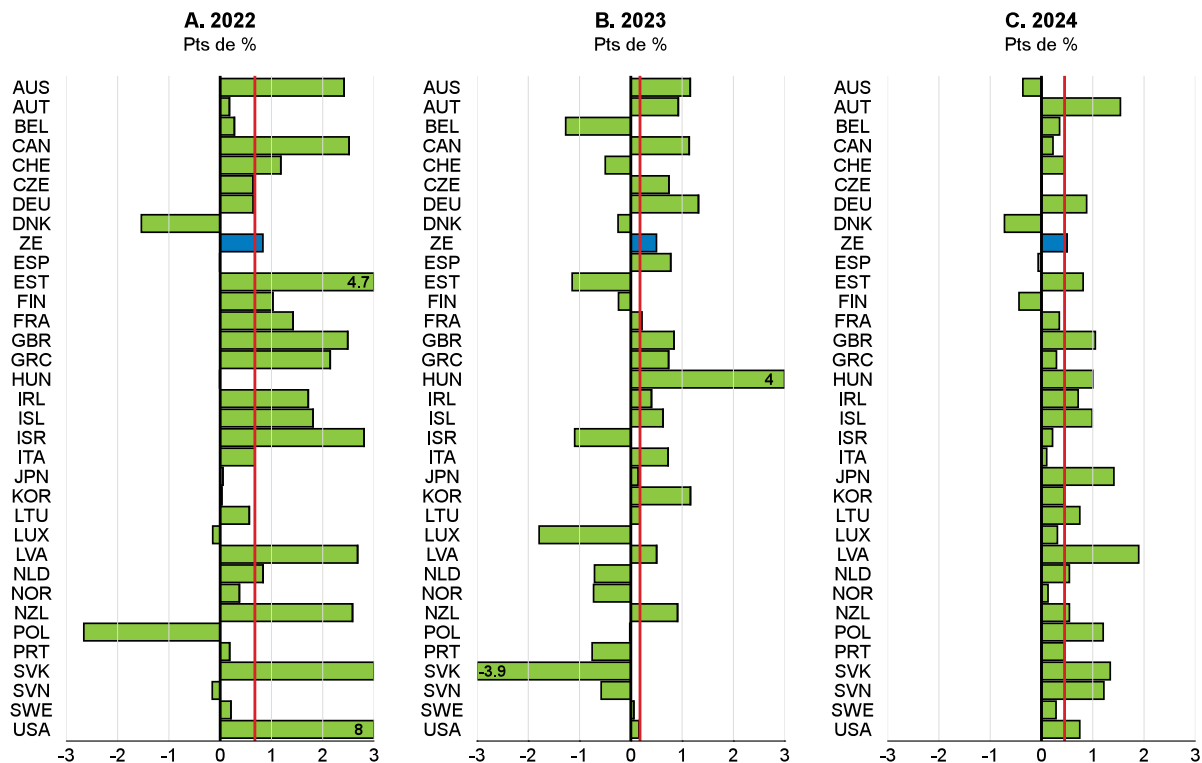
StatLink  <https://stat.link/cs36u0>

- Aux États-Unis, l'orientation de la politique budgétaire devrait être modérément restrictive en 2023-24, en grande partie du fait de l'expiration complète des mesures de dépenses liées à la pandémie et de la suppression progressive des aides budgétaires liées à l'énergie au niveau des États fédérés. L'augmentation des investissements publics résultant de la loi sur l'investissement dans les infrastructures et l'emploi (IIJA, *Infrastructure Investment and Jobs Act*) sera modeste, compte tenu de l'horizon de 10 ans dont elle est assortie.
- Dans la zone euro, on table aussi sur un assainissement budgétaire modéré, essentiellement imputable aux économies résultant du démantèlement complet des mesures de soutien liées à la pandémie en 2023 et à la suppression progressive des aides liées à l'énergie en 2024. Dans certains pays, l'effet de relance induit par l'accélération attendue de la mise en œuvre du plan « Next Generation EU » et l'augmentation des dépenses de défense, de santé ou de prestations sociales indexées sur l'inflation modéreront l'amélioration du solde budgétaire sous-jacent.
- Au Japon, l'orientation de la politique budgétaire devrait être dans une large mesure neutre en 2023, le démantèlement progressif des mesures liées à la pandémie compensant peu ou prou l'augmentation des aides accordées aux ménages vulnérables face au renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires et la hausse des dépenses de défense. Les mesures de modération des prix de l'énergie et des produits alimentaires devraient ensuite diminuer peu à peu, entraînant un resserrement de la politique budgétaire en 2024 et une amélioration sensible du solde primaire sous-jacent.
- Parmi les autres grandes économies avancées, le Royaume-Uni se caractérise par une orientation budgétaire restrictive, puisque l'augmentation cumulée du solde primaire sous-jacent devrait être proche de 2 points de PIB potentiel en 2023-24. Un resserrement budgétaire plus limité est prévu en Australie, au Canada et en Corée. Parmi les plus petites économies, la Hongrie prévoit des efforts d'assainissement cumulés de 5 points de PIB potentiel sur la période de 2023 à 2024, compte tenu des mesures prises pour réduire les tensions inflationnistes et reconstituer des marges de manœuvre budgétaires. À l'inverse, l'orientation de la politique budgétaire discrétionnaire devrait être très expansionniste en République slovaque en 2023, avant de s'inverser en partie seulement en 2024, compte tenu, en partie, de l'adoption de mesures temporaires pour atténuer les effets de la crise énergétique.

Les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires ayant reflué par rapport à leurs pics de 2022, mais restant généralement supérieurs aux niveaux auxquels ils s'établissaient il y a seulement quelques années, il serait tout à fait rationnel de démanteler les aides massives mises en place, mais tout en continuant à apporter un soutien ciblé aux ménages vulnérables qui ne sont pas couverts de manière satisfaisante par le système général de protection sociale. Dans de nombreux pays, les augmentations récentes et en cours du salaire minimum et des prestations sociales, qu'elles résultent de mesures discrétionnaires de compensation de l'inflation antérieure ou d'une indexation automatique, constituent aujourd'hui un mécanisme efficace pour soutenir ceux qui en ont besoin, tout en présentant l'avantage de ne pas faire diminuer les prix marginaux de l'énergie ni affaiblir les incitations à réduire la consommation d'énergie. Continuer d'appliquer des mesures non ciblées pour réduire les prix de l'énergie brouille ces incitations, exerce inutilement des tensions sur les finances publiques, fait double emploi avec les aides apportées à de nombreux ménages à faible revenu, et stimule la demande globale en période d'inflation élevée. Cela accentue les difficultés auxquelles se heurtent les autorités monétaires tandis qu'elles s'efforcent de ramener l'inflation au niveau de leur objectif, et accroît le risque de persistance d'une inflation sous-jacente élevée.

Graphique 1.31. Un assainissement budgétaire modéré est prévu dans la plupart des pays

Évolution du ratio du solde primaire sous-jacent par rapport au PIB potentiel



Note : Les lignes verticales rouges représentent la médiane des économies avancées de l'OCDE.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/siyr2j>

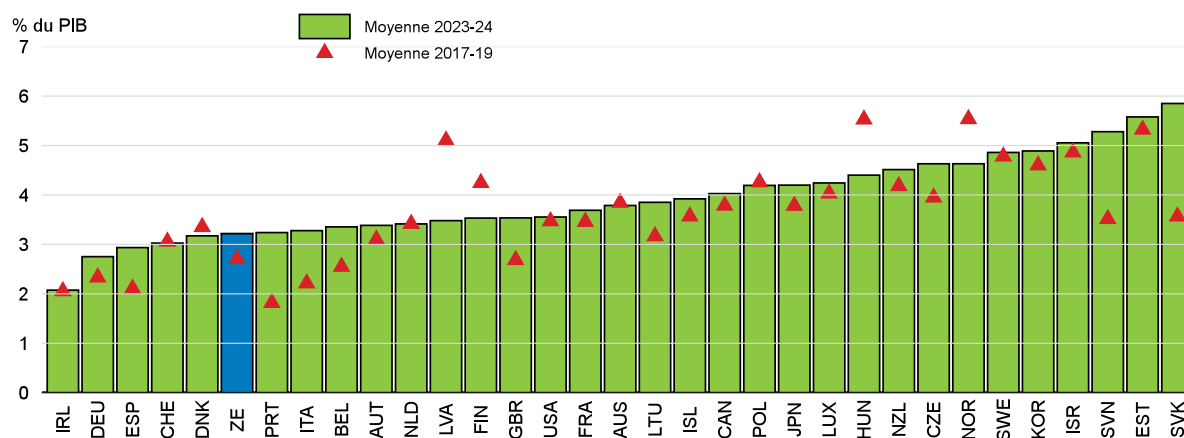
Néanmoins, limiter les aides aux bénéficiaires actuels de prestations sociales pourrait s'avérer insuffisant, étant donné que la vulnérabilité face aux prix élevés de l'énergie ne dépend pas uniquement du revenu. Parmi les autres sources de vulnérabilité figurent l'incapacité à rénover les logements énergivores et des besoins énergétiques importants liés à l'âge, à la maladie ou à des facteurs géographiques. Cela met en évidence la nécessité de maintenir en place des mesures ciblées ou d'en élaborer de meilleures allant au-delà des prestations sociales classiques, en s'appuyant sur divers indicateurs issus de différentes bases de données, tout en recourant plus largement aux outils numériques pour collecter des données (en utilisant par exemple les compteurs intelligents) et pour accélérer les versements (OCDE, 2023a). Dans les pays dotés de systèmes de protection sociale plus faibles, un plus large soutien aux consommateurs d'énergie pourrait être nécessaire plus longtemps, mais même dans ce cas de figure, il faudrait qu'il devienne plus ciblé, qu'il favorise les gains d'efficacité énergétique et qu'il facilite l'ajustement à l'augmentation des coûts énergétiques. Ces dernières considérations devraient également jouer un rôle déterminant dans les aides aux entreprises encore en place.

La réduction de la vulnérabilité face aux futures crises énergétiques et la nécessité d'accélérer la transition vers la neutralité carbone exigent également une nette augmentation de l'investissement public dans de nombreux pays, notamment dans l'efficacité énergétique des bâtiments publics, les infrastructures de recharge des véhicules électriques, les réseaux et interconnexions énergétiques, ainsi que les activités publiques de recherche-développement (R-D). Il est encourageant de constater que les projections font souvent ressortir une augmentation de l'investissement public en proportion du PIB en 2023-24, le portant au-dessus de son niveau d'avant la pandémie, en particulier dans les pays où il est faible (graphique 1.32).

Néanmoins, la contribution de l'investissement public à la croissance du PIB devrait être modeste, son niveau médian dans les économies avancées de l'OCDE s'établissant en moyenne à seulement 0.1 point de pourcentage par an en 2023-24. En Europe, la progression de l'investissement public tient dans une large mesure à l'accélération attendue de la mise en œuvre des plans d'investissement « Next Generation EU » (Commission européenne, 2022), divers retards ayant freiné précédemment la réalisation des dépenses. Ces retards, qui caractérisent de longue date la politique de cohésion (OCDE, 2018), ont été exacerbés par la forte inflation, en raison de laquelle les montants budgétés pour des projets spécifiques sont devenus insuffisants ou peu attractifs pour l'organisation d'appels d'offres.

Assurer la viabilité des finances publiques à long terme est devenu une nécessité plus urgente, et les pouvoirs publics devraient en faire un objectif plus important. Dans les économies avancées de l'OCDE, le niveau médian de la dette publique brute mesurée en pourcentage du PIB devrait rester plus ou moins inchangé en 2023-24, et être encore supérieur de 7 points de pourcentage en 2024 à son niveau de 2019. Malgré un certain assainissement au cours des deux prochaines années, les soldes budgétaires primaires devraient souvent rester en 2024 nettement inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie (le niveau médian de cet écart devrait être de 1.3 point de PIB dans les économies avancées de l'OCDE ; graphique 1.33), et ils seront soumis au cours des décennies à venir à des tensions considérables résultant de facteurs tels que le vieillissement démographique et la transition climatique. On estime que le niveau médian des dépenses publiques de pensions, de santé et de soins de longue durée dans les économies avancées de l'OCDE augmentera de 5 points de PIB environ d'ici à 2060 en l'absence de réformes (Guillemette et Château, 2023). Le coût du service de la dette augmente également, sachant que les charges d'intérêts devraient sensiblement s'alourdir d'ici à 2024 (leur niveau médian dans les économies avancées de l'OCDE s'inscrivant en hausse de 0.5 point de PIB par rapport à 2022) et qu'il est quasiment certain qu'elles continueront de croître à mesure que des titres d'emprunt à faible rendement arriveront à échéance. En 2024, le coût des nouveaux emprunts souverains devrait être supérieur au coût moyen de l'encours de dette publique dans la plupart des pays, et souvent largement. Des cadres budgétaires crédibles, suscitant une forte adhésion au niveau national, contribueraient à fournir aux citoyens et aux marchés des orientations claires sur la trajectoire que devraient suivre les finances publiques à moyen terme pour obtenir une réduction progressive des ratios dette/PIB.

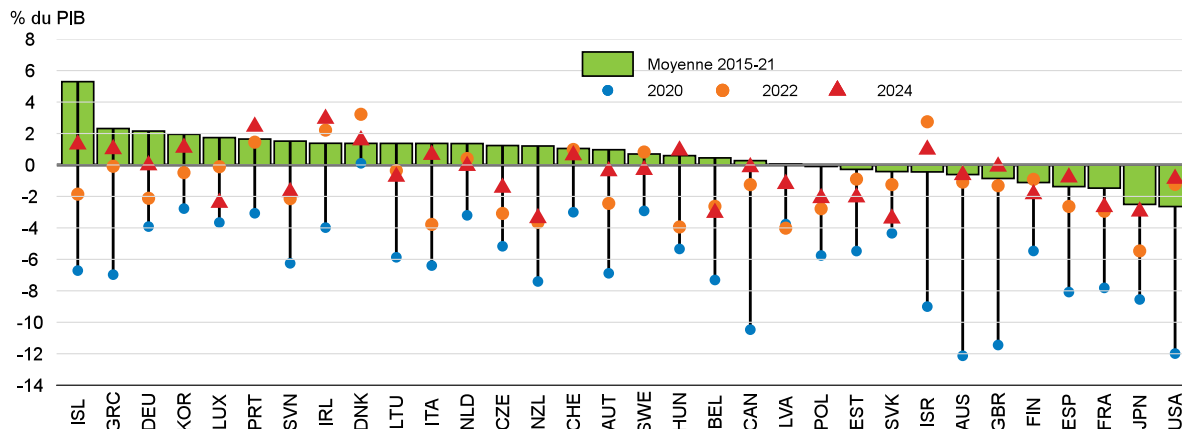
Graphique 1.32. L'investissement public devrait augmenter dans la plupart des pays




Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/ru1zjt>

Graphique 1.33. Les soldes budgétaires primaires demeurent souvent inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/eov8jx>

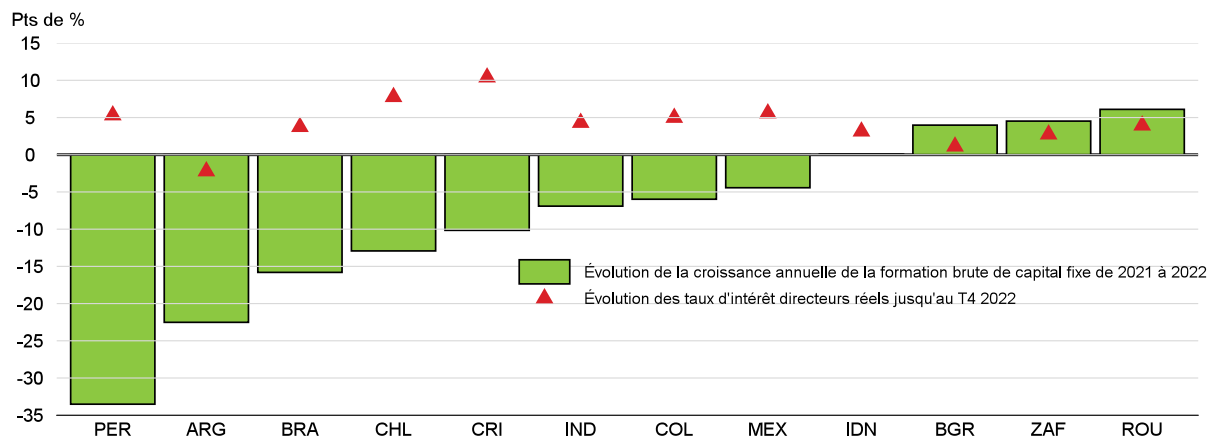
Dans les économies de marché émergentes, la politique monétaire devrait rester axée sur l'inflation et des marges de manœuvre budgétaires devraient être reconstituées

La politique monétaire est devenue restrictive dans de nombreuses économies de marché émergentes, en raison des tensions inflationnistes persistantes et du resserrement monétaire opéré dans les économies avancées. Les taux directeurs réels sont désormais positifs dans la plupart des économies, en particulier celles où ils ont été relevés relativement rapidement, ce qui a enclenché un ralentissement de la croissance de l'investissement (graphique 1.34) et du PIB réel.

La marge de manœuvre reste limitée par la nécessité de maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation et par les conditions financières mondiales restrictives. Les taux directeurs devraient, dans l'ensemble, rester supérieurs à l'inflation globale et à l'inflation sous-jacente pour le reste de l'année (graphique 1.35, partie A). Or, si l'inflation globale a nettement reculé grâce à la modération des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, l'inflation sous-jacente s'avère plus persistante. En 2024, un retour général de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente vers les fourchettes retenues comme objectif par les banques centrales est projeté, procurant à celles-ci une certaine marge de manœuvre pour réduire les taux directeurs, si les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées. Cela étant, les taux directeurs devront sans doute être maintenus plus longtemps à un niveau élevé dans les économies où les amples revalorisations du salaire minimum consenties pour amortir l'impact de la crise du coût de la vie renforcent les tensions inflationnistes sous-jacentes.

Étant donné l'amplification récente de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale et le risque d'une nouvelle appréciation de l'USD, l'assouplissement monétaire pourrait amener les pays à devoir suivre de près leurs dettes libellées en devises étrangères quand elles sont importantes. En cas de résurgence des tensions sur les taux de change, les pays devraient laisser leur monnaie s'ajuster dans la mesure du possible de sorte qu'elle reflète les fondamentaux économiques sous-jacents. Cela étant, un recours temporaire à des interventions sur le marché des changes ou à des restrictions aux mouvements de capitaux, pourrait être envisagé si des facteurs menacent fortement la stabilité financière intérieure.

Graphique 1.34. Le resserrement de la politique monétaire ralentit la croissance de l'investissement dans la plupart des économies de marché émergentes



Note : Les taux d'intérêt directeurs réels au trimestre t sont obtenus à partir des taux directeurs nominaux (fin de trimestre) et de l'inflation annuelle des prix à la consommation du trimestre t-2 au trimestre t+2. L'évolution du taux directeur réel est calculée par rapport au trimestre ayant précédé le premier relèvement des taux directeurs dans chaque pays au cours du cycle de resserrement monétaire actuel.

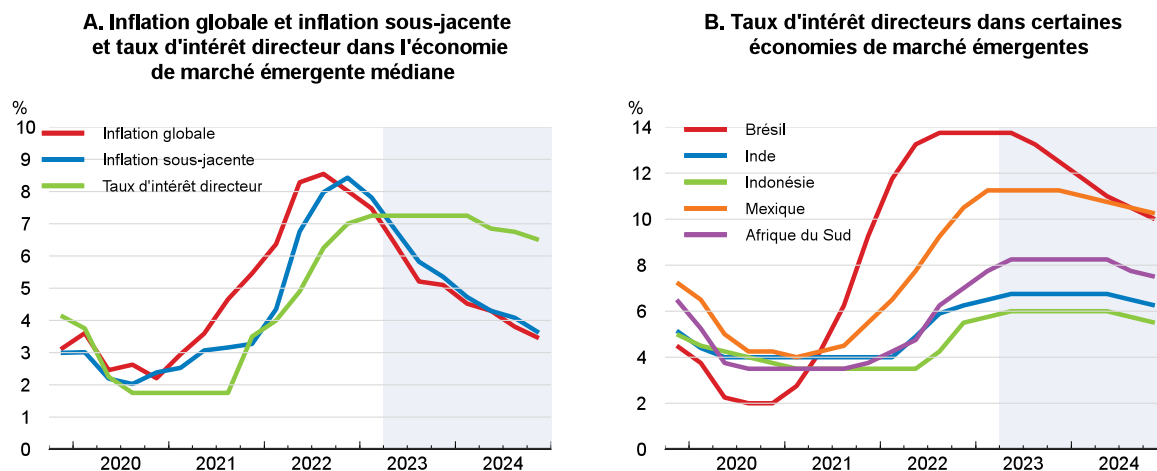
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/6xgt0v>

En Amérique latine, le Chili, la Colombie et le Mexique ne devraient pas baisser leurs taux directeurs avant 2024 en raison de la persistance d'une inflation sous-jacente élevée et de la hausse du salaire minimum (graphique 1.35, partie B). À l'inverse, au Brésil, les taux directeurs devraient commencer à s'infléchir en 2023, dans la mesure où le durcissement des conditions de crédit devraient y faire baisser progressivement l'inflation sous-jacente. Du fait des tensions persistantes exercées sur les prix des denrées alimentaires en Inde, de la nécessité d'ancrer fermement les anticipations d'inflation en Indonésie et du large effet inflationniste du lent resserrement budgétaire projeté en Afrique du Sud, les taux directeurs ne devraient pas pouvoir être abaissés dans ces pays en 2023 et pendant une bonne partie de 2024.

Dans la plupart des économies de marché émergentes, la dette publique reste nettement supérieure à son niveau d'avant la pandémie. Toutefois, les déficits budgétaires ont reculé dans de nombreux pays en 2022 à la faveur de l'inflation élevée et de l'amélioration des recettes liées aux matières premières dans les pays qui en sont exportateurs (graphique 1.36, partie A). L'évolution du solde budgétaire des administrations publiques entre 2023 et 2024 devrait différer selon les différentes grandes économies de marché émergentes (graphique 1.36, parties B et C). Certains pays exportateurs de matières premières ont utilisé les recettes exceptionnelles engrangées pour financer des aides budgétaires liées à l'énergie, d'où un risque d'augmentation des déficits une fois que les prix de ces biens auront diminué. Ainsi, l'exclusion des dépenses sociales du plafond de dépenses au Brésil et la faiblesse de la croissance économique en Afrique du Sud risquent d'entraîner une aggravation de leurs déficits budgétaires en 2023. Le cas échéant, il est impératif d'instaurer ou de réinstaurer des règles budgétaires crédibles et de découpler les finances publiques du cycle des matières premières pour assurer une meilleure stabilisation macroéconomique et un retour de la dette publique vers des niveaux pré-pandémie. En Inde, la situation budgétaire devrait s'améliorer aidée par une meilleure discipline fiscale, le recul des subventions et la privatisation en cours d'entreprises publiques. Cette évolution devrait être associée à des mesures visant à renforcer la mobilisation de recettes, à améliorer encore la gestion des finances publiques et à accroître l'efficacité de la dépense publique. L'Indonésie devrait réinstaurer des règles budgétaires, pour assurer ainsi une nette amélioration des soldes budgétaires.

Graphique 1.35. Les politiques monétaires devraient rester restrictives dans de nombreuses économies de marché émergentes



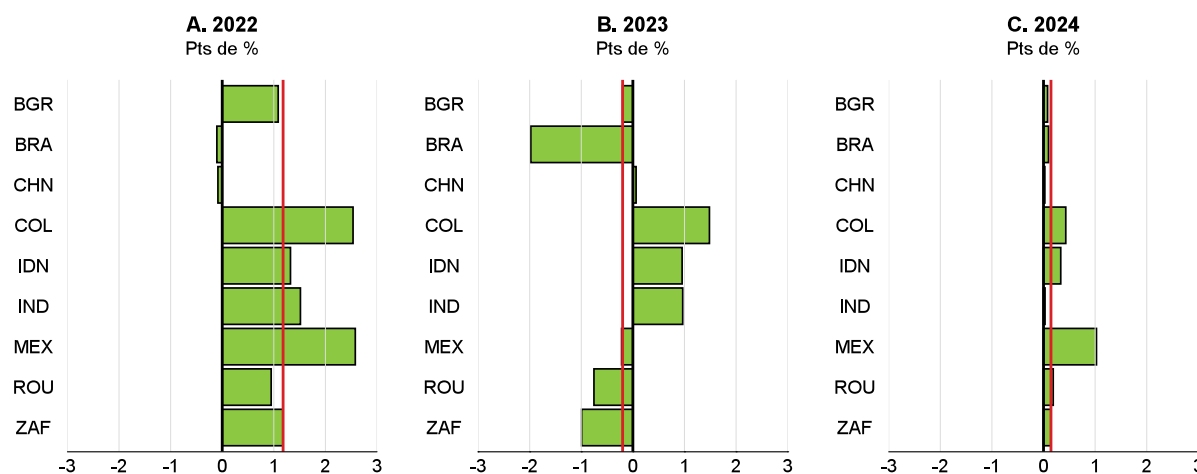
Note : Dans la partie A, les économies de marché émergentes examinées sont l'Afrique du Sud, l'Arabie saoudite, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, le Pérou et la Roumanie concernant l'inflation globale en glissement annuel et le taux directeur, et l'Afrique du Sud, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique, le Pérou, la Roumanie concernant l'inflation sous-jacente en glissement annuel.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/v0nb1m>

Graphique 1.36. Les trajectoires des soldes budgétaires devraient différer selon les économies de marché émergentes

Évolution du ratio du solde financier des administrations publiques par rapport au PIB



Note : Dans le cas de l'Inde, les données se rapportent aux exercices budgétaires, qui débutent en avril. Les lignes rouges verticales indiquent les médianes pour les neuf économies de marché émergentes examinées.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/bh6c7x>

Une intensification des réformes structurelles est impérative pour redynamiser la croissance, stimuler la résilience et renforcer l'équité

De nombreuses économies sont confrontées au double impératif de redynamiser la croissance tendancielle sous-jacente et d'en améliorer la qualité. La dissipation des chocs liés à la pandémie et aux prix de l'énergie offre une chance de replacer la focale sur ces grands enjeux de long terme, et de jeter ainsi les bases d'une croissance plus forte, plus inclusive et plus durable. Le ralentissement de la croissance que connaissent bon nombre de pays cette année fait perdurer une longue période de dégradation de sa dynamique. La croissance tendancielle a été bien inférieure à son niveau d'avant la crise financière mondiale (graphique 1.37, partie A) dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. Le principal facteur de cette détérioration tient au recul général des taux de croissance de la productivité du travail sous-jacente, à quoi s'ajoute la progression plus lente de la population d'âge actif du fait du vieillissement démographique. Cette décélération de la croissance de la productivité du travail est alimentée par la moindre hausse du capital par travailleur et par le ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs (efficacité productive). Dans les économies de l'OCDE, l'investissement dans le capital productif a fortement reculé depuis 2010 par rapport aux décennies précédentes (graphique 1.37, partie B), et la progression de la productivité totale des facteurs s'est également ralentie ces dernières années. Ce ralentissement prolongé fait ressortir la nécessité de mener des réformes structurelles destinées à stimuler l'offre. Ce constat s'impose particulièrement étant donné l'expérience récente laissant à penser que des chocs d'offre négatifs interdépendants, comme la pandémie, la guerre en Ukraine, la fragmentation géoéconomique et des événements météorologiques extrêmes plus fréquents, sont devenus plus habituels.

Les décideurs publics ne manquent pas de leviers pour faire monter les taux d'investissement, actuellement faibles, tout en tenant compte des priorités dépendant de la situation propre à leur pays (OCDE 2023b). Un élément transversal essentiel est la nécessité de renforcer la concurrence pour inciter les entreprises à investir et gagner en efficacité. Un large corpus de données fait apparaître un affaiblissement de la concurrence au cours des dernières années : la concentration et les marges sectorielles se sont amplifiées (De Loecker et al., 2020 ; encadré 1.2) ; les taux d'entrée et de sortie des entreprises reculent (Calvino et al., 2020) ; et l'écart entre les entreprises les plus productives (à la « frontière » de la productivité) et les autres ne cesse de se creuser (Andrews et al., 2016).

Dans la plupart des économies de l'OCDE, pour renforcer les pressions concurrentielles et les incitations à investir, les pouvoirs publics ont notamment donné priorité à des réformes des réglementations sectorielles ou applicables à l'ensemble de l'économie, comme la rationalisation des régimes d'autorisations et de permis. À cela s'ajoutent les réformes fiscales visant à diminuer la part de la fiscalité directe au profit de la fiscalité indirecte et à élargir l'assiette d'imposition, ainsi que les efforts plus importants déployés pour moderniser les infrastructures physiques. Les régimes de faillite qui ne pénalisent pas excessivement les débiteurs peuvent aussi avoir des effets bénéfiques en facilitant la sortie des entreprises les moins productives et en libérant des ressources pour celles qui le sont plus. Dans les économies de marché émergentes, il est généralement crucial de stimuler la dynamique des entreprises et la diffusion des connaissances au moyen de mesures permettant de réduire le coût d'entrée sur le marché, notamment en abaissant les obstacles aux échanges et à l'investissement, en généralisant les évaluations d'impact de la réglementation et en renforçant l'état de droit.

Pour tirer le meilleur parti des nouveaux investissements et des nouvelles technologies, des investissements complémentaires dans les compétences techniques et managériales sont indispensables. Les politiques ont un rôle crucial à jouer pour accroître la qualité du capital humain et sa quantité, en promouvant la formation et en facilitant l'adéquation efficace des travailleurs et des emplois. Les réglementations du marché du travail ne devraient pas entraver la mobilité professionnelle des travailleurs souhaitant changer d'emploi. Il est aussi possible d'abaisser les obstacles empêchant les travailleurs dotés

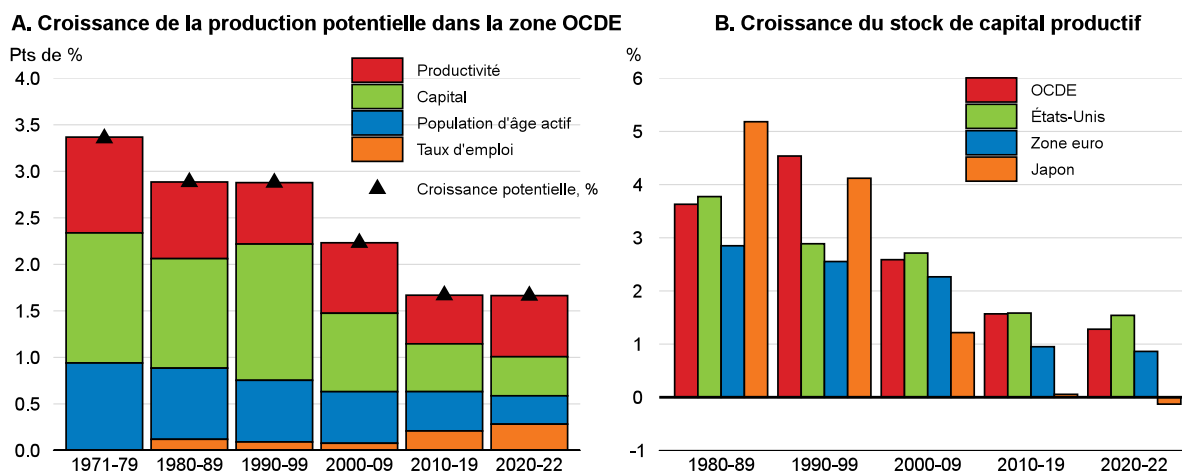
des compétences requises de trouver des emplois qui leur correspondent en limitant les disparités inutiles existant entre les critères d'octroi des autorisations professionnelles.

La situation tendue sur le marché du travail qui se prolonge actuellement dans certaines économies de l'OCDE, touchant en particulier certains secteurs (l'industrie manufacturière et les secteurs à bas salaires), suggère que des mesures pour accroître le taux d'activité seraient utiles afin de renforcer la croissance et la rendre plus inclusive. La faiblesse des taux d'emploi agrégés s'explique souvent par le taux d'emploi peu élevé de certaines catégories particulières, notamment les jeunes, les seniors, les femmes, les minorités et la main-d'œuvre peu qualifiée.

Comme on le verra au chapitre 2, les investissements en faveur de l'égalité des genres représentent un levier important pour accroître le taux d'activité, l'emploi et la production. Pour cela, il est nécessaire d'agir dans de nombreux domaines de l'action publique. Si le taux d'activité des femmes s'est considérablement amélioré, les écarts d'emploi et de rémunération entre les genres ne se résorbent que lentement dans les pays de l'OCDE, justifiant des mesures supplémentaires de la part des pouvoirs publics (graphique 1.38, parties A et B). L'accès aux services de garde des jeunes enfants est une priorité dans beaucoup de pays de l'OCDE. Le manque de structures d'accueil des jeunes enfants à moindre coût et de qualité est l'un des principaux obstacles à l'emploi des mères, en particulier à taux plein, étant donné que la réticence à l'emploi peut devenir trop importante lorsque les frais de garde sont pris en compte (graphique 1.38, partie C). Favoriser un partage plus équitable du congé parental, instaurer des dispositifs destinés à améliorer les compétences au retour du congé parental, encourager l'égalité des genres dans les entreprises, mettre en place des programmes d'intégration des femmes nées à l'étranger, promouvoir l'inclusion financière des femmes et rééquilibrer la fiscalité en faveur des seconds apporteurs de revenu sont autant de mesures essentielles pour améliorer l'emploi des femmes et leurs perspectives de carrière.

Graphique 1.37. Les perspectives de croissance sous-jacente et l'investissement ont ralenti

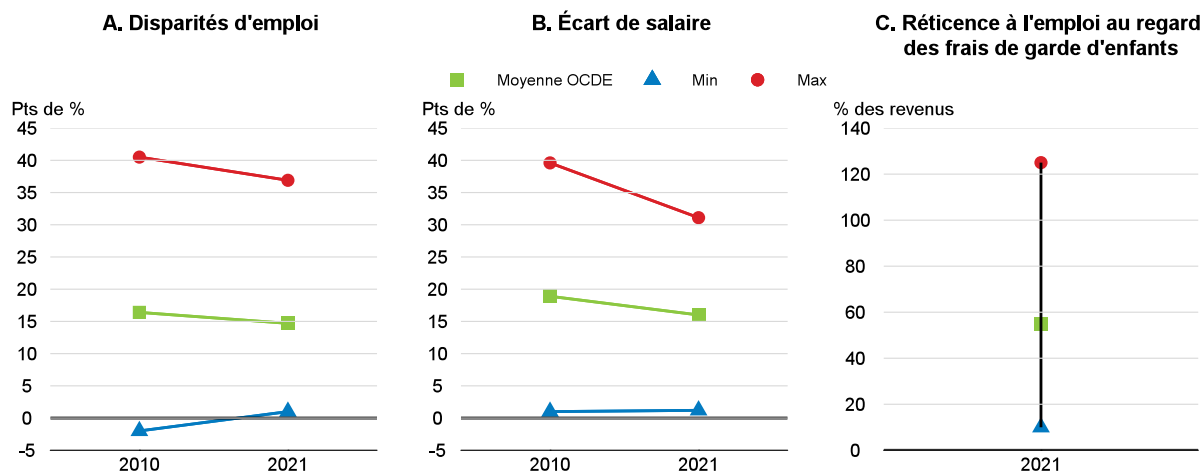
Pourcentage, moyenne par an sur la période considérée



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 113 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/5ijkr1>

Graphique 1.38. Le coût élevé des services de garde d'enfants entrave la réduction des écarts entre les genres



Note : Les disparités d'emploi entre les genres désignent la différence entre le taux d'emploi des hommes et des femmes âgés de 15 à 64 ans. L'écart de salaire correspond à la différence entre le salaire médian des hommes et des femmes ; la réticence à l'emploi au regard des frais de garde d'enfants mesure le pourcentage du revenu perdu lorsqu'un parent de deux enfants occupe un emploi à temps plein et a recours aux services de garde des enfants. Les valeurs indiquées sont valables pour un couple ayant deux enfants âgés de 2 et 3 ans dont l'autre parent travaille à temps plein à 67 % du salaire moyen.

Source : OCDE, Base de données sur l'emploi ; OCDE, Portail de données de l'OCDE sur le genre ; OCDE (2023a), Réticence à l'emploi au regard des frais de garde d'enfants (indicateur, consulté le 13 avril 2023).

StatLink  <https://stat.link/hjp5eg>

Politiques climatiques

Des objectifs ambitieux ont été fixés après la signature de l'Accord de Paris en 2015 aux termes duquel un grand nombre de pays s'est engagé à atteindre des objectifs de neutralité carbone d'ici à 2050 pour maintenir l'augmentation de la température mondiale « bien en dessous de 2°C au-dessus des niveaux préindustriels » et poursuivre les efforts « pour limiter l'augmentation de la température à 1.5°C au-dessus des niveaux préindustriels ». Au niveau mondial toutefois, les mesures mises en place ne suffiront probablement pas à placer les émissions de gaz à effet de serre sur une trajectoire descendante avant 2030 (AIE, 2022), ce qui compromet l'objectif de parvenir à la neutralité carbone d'ici la moitié du siècle.

La réalisation de cet objectif requiert des changements structurels de l'économie et un redéploiement substantiel de la main-d'œuvre et du capital des activités générant une grande quantité d'émissions vers des activités plus vertes. La transition nécessitera en outre une forte augmentation des investissements verts (accentuant le besoin de stimuler l'investissement pour redynamiser la croissance tendancielle), une utilisation accrue des mécanismes de tarification du carbone¹⁰, et un renforcement des réglementations, institutions et normes visant à permettre une réduction des émissions. Des réglementations judicieusement ciblées peuvent améliorer l'efficacité énergétique, particulièrement dans les bâtiments résidentiels et tertiaires, et favoriser la mise au point et l'adoption de technologies plus vertes. Il est également essentiel que ces politiques soient à la fois clairement exposées au public et suffisamment stables. Si elles sont confrontées à de vives incertitudes quant aux politiques futures, les entreprises se

¹⁰ De forts signaux-prix sur les émissions de gaz à effet de serre et une trajectoire crédible des prix futurs sont indispensables pour soutenir la progression vers la neutralité carbone, mais rares sont les pays à avoir adopté de telles mesures. Actuellement, 80 % des émissions des pays de l'OCDE et du G20 font l'objet d'un tarif inférieur à 60 EUR par tonne de CO₂.

garderont d'augmenter, comme cela est indispensable, leurs investissements dans les énergies propres (Berestycki et al., 2022)¹¹.

La gestion des conséquences sur la redistribution est un autre enjeu majeur de la transition. D'importants coûts liés à la transition vont apparaître ou augmenter dans certains secteurs les plus vulnérables à la transition climatique, comme les industries extractives et les combustibles fossiles ainsi que dans les secteurs très énergivores. Cette évolution aura également des répercussions sur les entreprises fortement dépendantes de ces secteurs. Les travailleurs qui n'ont pas les qualifications requises dans les activités vertes en plein essor sont les plus exposés au risque de perte d'emploi. Pour améliorer l'acceptabilité des politiques d'atténuation du changement climatique par la population, il conviendrait notamment de protéger les catégories sociales vulnérables des retombées négatives de la transition. Une mesure essentielle consiste à ajouter à tout train de réformes un volet relatif au recyclage des recettes fiscales (Dechezleprêtre et al., 2022). Il serait par exemple possible d'utiliser les recettes provenant des nouveaux impôts pour alléger la fiscalité en vigueur ou d'opérer des transferts en faveur des ménages vulnérables.

Par ailleurs, une meilleure coordination des efforts d'atténuation des émissions de carbone est l'une des raisons rendant indispensable une coopération internationale accrue. Il faut également compter avec d'autres objectifs impérieux au niveau international comme la nécessité de surmonter les problèmes d'insécurité alimentaire et énergétique et de faire en sorte que la charge de la dette des pays à faible revenu soit supportable. Dans ce contexte, le nouveau Forum inclusif de l'OCDE sur les approches d'atténuation des émissions de carbone (FIAAEC), doit aider ses membres à atteindre l'objectif commun de neutralité en gaz à effet de serre (GES) au niveau mondial. Les premières mesures prises par le FIAAEC, qui a pour but d'améliorer la coopération internationale par l'échange de données, l'apprentissage mutuel et le dialogue, vont consister à dresser l'inventaire des instruments d'action publique utilisés dans les pays membres du Forum et à en mesurer les effets en termes de réduction des émissions. Ses mesures viendront compléter d'autres efforts déployés au niveau international concernant les données relatives aux politiques climatiques, notamment dans le contexte du cadre de transparence renforcé de la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques.

L'ouverture des marchés et la résilience des chaînes d'approvisionnement contribuent à l'amélioration des niveaux de vie

L'ouverture et le bon fonctionnement des marchés internationaux, alliés à des chaînes d'approvisionnement résilientes et efficaces, sont une source importante de prospérité et de croissance de la productivité à long terme, dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. La pandémie et les premiers stades de la reprise au moment de la réouverture des économies ont mis en évidence les bienfaits des échanges internationaux, mais aussi les vulnérabilités tenant à la complexité croissante des chaînes d'approvisionnement auprès de fournisseurs éloignés, ainsi que la difficulté des tentatives visant à améliorer la sécurité économique. La montée des tensions géopolitiques et la guerre en Ukraine ont fait apparaître encore plus clairement les tensions croissantes exercées sur les échanges et la sécurité de l'offre, et aggravé le risque de fragmentation des chaînes de valeur.

L'intégration dans les marchés mondiaux de grandes économies de marché émergentes à forte croissance, en particulier en Asie, a amplifié l'offre mondiale, renforcé l'efficacité économique et contribué à maintenir l'inflation à un niveau faible dans les économies avancées. Ces gains disparaîtraient en cas de fragmentation des chaînes de valeur et de plus grand repli sur soi des politiques économiques, ce qui

¹¹ Une hausse des investissements dans les énergies propres est impérative pour atteindre les objectifs de réduction des émissions : selon les estimations de l'AIE, il faudra plus que doubler les investissements dans les technologies énergétiques propres pour les porter à 5 000 milliards USD d'ici 2030 (AIE, 2021). Si les investissements dans l'énergie se sont accrus depuis peu, cette évolution s'explique en partie plutôt par l'augmentation des coûts que par celle des volumes.

pénaliserait le plus les ménages modestes (Arriola et al., 2020; Aiyar et al, 2023). Le total cumulé des restrictions à l'importation dans le monde n'a d'ores et déjà cessé d'augmenter depuis la crise financière mondiale, à la fois en valeur et en pourcentage des importations mondiales. En 2022, plus de 9 % des importations mondiales de marchandises ont été touchés par ces restrictions à l'importation, contre 4 % environ en 2017. À ce jour, ces restrictions semblent avoir principalement affecté la structure des échanges des grandes économies sans porter atteinte à l'intensité globale des échanges, même si une évolution prononcée des échanges bilatéraux à l'échelon sectoriel s'est produite aux États-Unis et en Europe (encadré 1.4). Cela étant, les incertitudes entourant les politiques commerciales se sont également intensifiées depuis peu. Leur persistance, si elle a lieu, freinerait la progression des échanges (Handley et Limao, 2022 ; Caldara et al, 2020 ; Novy et Taylor, 2020). S'éloigner encore plus des règles du multilatéralisme pourrait en outre accroître l'incertitude quant au futur de la politique commerciale. Un éloignement plus important encore à des règles multilatérales pourrait risquer d'entraîner l'exclusion des petites et moyennes économies, limitant de ce fait les avantages tirés des échanges.

L'un des principaux enjeux de l'action publique est de renforcer la résilience des chaînes de valeur mondiales sans en éroder les bienfaits au regard de l'efficacité. La plupart des mesures visant à renforcer la résilience relève de l'action des entreprises privées, dans la mesure où elles sont fortement incitées à réduire les risques de perturbations coûteuses de leur production. Les pouvoirs publics peuvent néanmoins instaurer un environnement commercial favorable et réduire au minimum les goulets d'étranglement tout au long des chaînes d'approvisionnement en levant les obstacles aux échanges et à l'investissement, en renforçant la facilitation des échanges, en modernisant les infrastructures numériques et physiques et en réduisant l'hétérogénéité des normes techniques. Ces mesures peuvent aider à amortir les chocs et simplifier la substitution entre les fournisseurs (Arriola et al., 2020).

Encadré 1.4. Évolution de la structure des échanges bilatéraux des grandes économies

Les échanges et les investissements mondiaux sont entrés dans une période de grande mutation. Par suite à la fois de la pandémie de COVID-19, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, de la guerre en Ukraine et de la reconfiguration des relations commerciales bilatérales entre les États-Unis et la Chine, il y a désormais une surveillance accrue d'éventuelles vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement mondiales. Certains signes indiquent en outre que l'approfondissement plus prononcé des liens commerciaux et du système commercial multilatéral pourrait commencer à susciter moins d'enthousiasme. Le niveau moyen des droits de douane est resté globalement stable dans le monde au cours des cinq dernières années, à l'exclusion des droits de douane bilatéraux entre les États-Unis et la Chine, mais les coûts des échanges subissent de plus en plus le contrecoup de mesures non tarifaires. La part des importations mondiales de marchandises soumise à des restrictions ne cesse d'augmenter depuis la crise financière mondiale et les restrictions aux exportations de matières premières critiques et de produits alimentaires se sont intensifiées. Ces restrictions peuvent pousser les importateurs à se tourner vers des fournisseurs certes moins efficaces mais soumis à de moindres barrières commerciales, ce qui pourrait se traduire par une augmentation des coûts et une baisse des échanges en volume. Plus généralement, l'ouverture des pays aux échanges risque de décroître au fil du temps, un recul susceptible de peser sur la productivité (Égert et Gal, 2017).

Dans le présent encadré, certains aspects de l'évolution des échanges dans les grandes économies ces dernières années sont analysés. On y étudie également en quoi cette évolution indique que les échanges pâtissent de l'intensification des frictions commerciales touchant différents produits et différents partenaires commerciaux. S'il existe des disparités entre les pays, deux grands constats se font jour. Premièrement, jusqu'à présent, le système commercial mondial a généralement absorbé les récentes frictions commerciales. Les échanges en valeur de marchandises, et en leur sein les échanges de produits

manufacturés, ne cessent d'augmenter et l'intensité des échanges mondiaux en volume (ouverture commerciale) a progressé dans la plupart des pays de l'OCDE et elle est restée largement stable dans le monde entier. La résilience des échanges n'est pas chose acquise, ainsi les mesures adoptées par les pouvoirs publics pendant la pandémie et la crise énergétique et l'intensification continue des échanges commerciaux en Europe ont largement compensé la fragmentation des échanges. Deuxièmement, des évolutions marquées de la structure des échanges bilatéraux ont néanmoins eu lieu dans les grandes économies avancées, particulièrement avec la Chine. Une fraction en est en partie attribuable à l'intensification des frictions commerciales.

Intensité des échanges

Rien ne semble indiquer un recul de l'intensité des échanges de marchandises au niveau mondial au cours des dix dernières années. Les échanges internationaux de marchandises en volume représentaient environ 22 % du PIB mondial en 2022, soit 0.6 % point de pourcentage de plus que la moyenne de ces dix dernières années, hors période de pandémie de COVID-19. Cette stabilité occulte des variations importantes selon les pays. L'intensité des échanges de marchandise en volume (à savoir la moyenne des biens importés et exportés en pourcentage du PIB) a augmenté de 2.6 points de pourcentage dans les pays de l'OCDE et de bien davantage dans les petits pays européens. Parmi les grandes économies, l'intensité des échanges dans l'UE, au Japon et aux États-Unis a progressé respectivement de 6.9, 2.5 et 1 point de pourcentage. En revanche, elle a régressé de 3.5 points pendant la même période en Chine, sous l'effet principalement de la baisse du taux de pénétration des importations, à mesure que la dépendance du pays à la production intérieure s'est amplifiée.

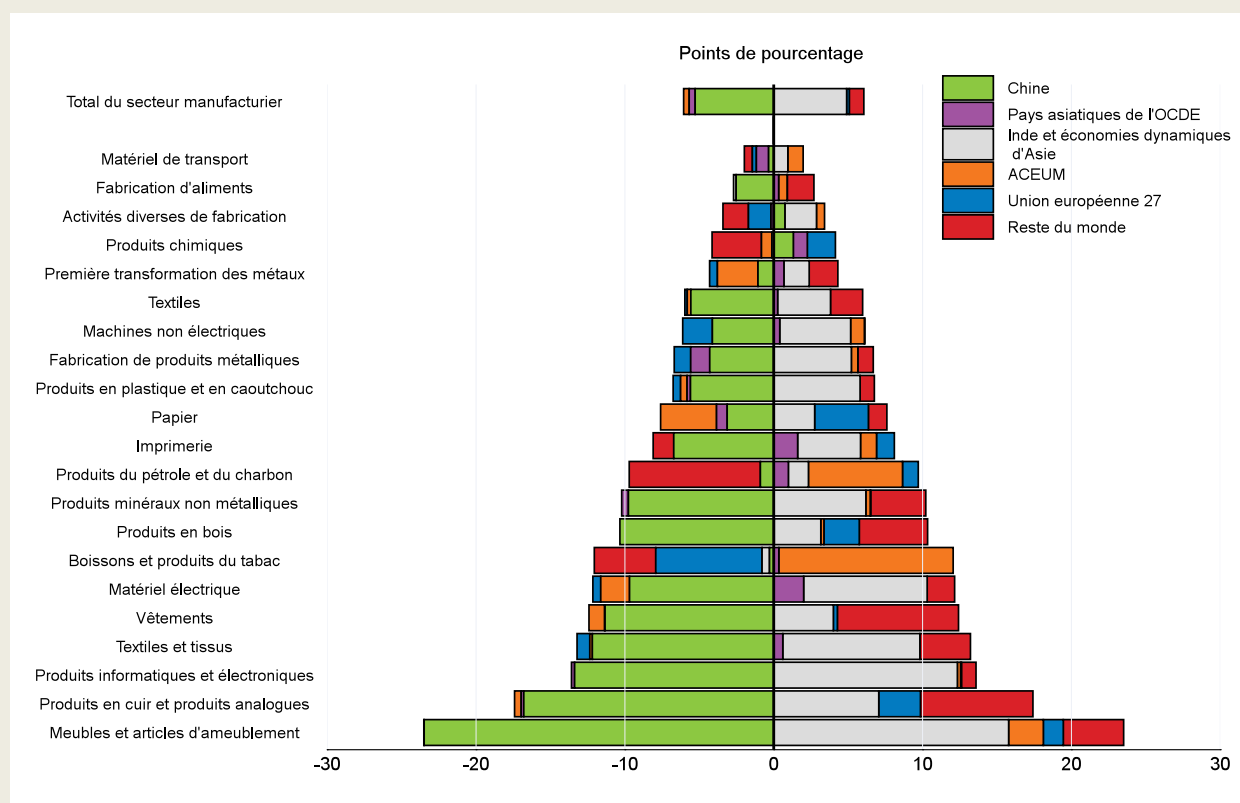
Les échanges de marchandises peuvent aussi être scindés entre les échanges de matières premières et les échanges de produits manufacturés. Il est particulièrement intéressant de comprendre les évolutions des échanges de produits manufacturés car ils sont au cœur du commerce entre les États-Unis et la Chine, sans oublier les préoccupations relatives à la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement mondiales et les conséquences de ces échanges sur les politiques industrielles. Les données nationales sur les échanges en valeur, au niveau des pays et de la production manufacturière, laissent entrevoir en quoi les conditions des échanges bilatéraux ont évolué dans les trois principaux marchés de l'OCDE ces dernières années.

États-Unis

Aux États-Unis, la part des importations chinoises de produits manufacturés est passée de 25 % en 2018, année de l'adoption, par ce pays, des nouveaux droits de douane bilatéraux sur les exportations chinoises, à 19 % en 2022. Cette décade a été particulièrement importante pour les importations chinoises de meubles, de textiles, de produits informatiques et d'autres produits électroniques (graphique 1.39), soit un grand nombre des produits assujettis, après 2018, aux droits de douane bilatéraux les plus élevés (Bown, 2023). La majeure partie de ce recul relatif des importations chinoises a été compensée par la progression relative des importations en provenance d'autres économies asiatiques.


Les données relatives aux États-Unis ne contiennent guère d'éléments indiquant une évolution allant dans le sens d'une délocalisation de proximité de la production. Le pourcentage total des importations de produits manufacturés du Mexique aux États-Unis n'a progressé que de 0.2 point de 2018 à 2022, malgré une augmentation des échanges en valeur. Au niveau des produits, la part du Mexique et du Canada dans les échanges a le plus progressé pour ce qui est des produits alimentaires, des boissons et produits du tabac, ainsi que des produits pétroliers – les parts de la Chine sont quant à elles restées inchangées. En revanche, dans la catégorie en forte croissance des équipements électriques, les importations totales des États-Unis ont augmenté de 50 % entre 2018 et 2022. Néanmoins, la part du Mexique a régressé de 1.7 point au cours de la même période, parallèlement à la part de marché de la Chine.

Graphique 1.39. Évolution de la part des importations manufacturières américaines de 2018 à 2022



Note : Statistiques sur les importations de produits manufacturés basées sur le Système de classification des industries de l'Amérique du Nord (NAICS). Les pays asiatiques de l'OCDE regroupent la Corée et le Japon ; les économies dynamiques d'Asie incluent Hong Kong, Chine ; la Malaisie ; les Philippines ; Singapour ; le Taipei chinois ; la Thaïlande et le Viet Nam ; ACEUM englobe le Canada, les États-Unis et le Mexique ; et le reste du monde regroupe l'ensemble des autres pays non mentionnés ailleurs dans le graphique. La nomenclature américaine des produits manufacturés inclut les produits alimentaires, les boissons et les combustibles.

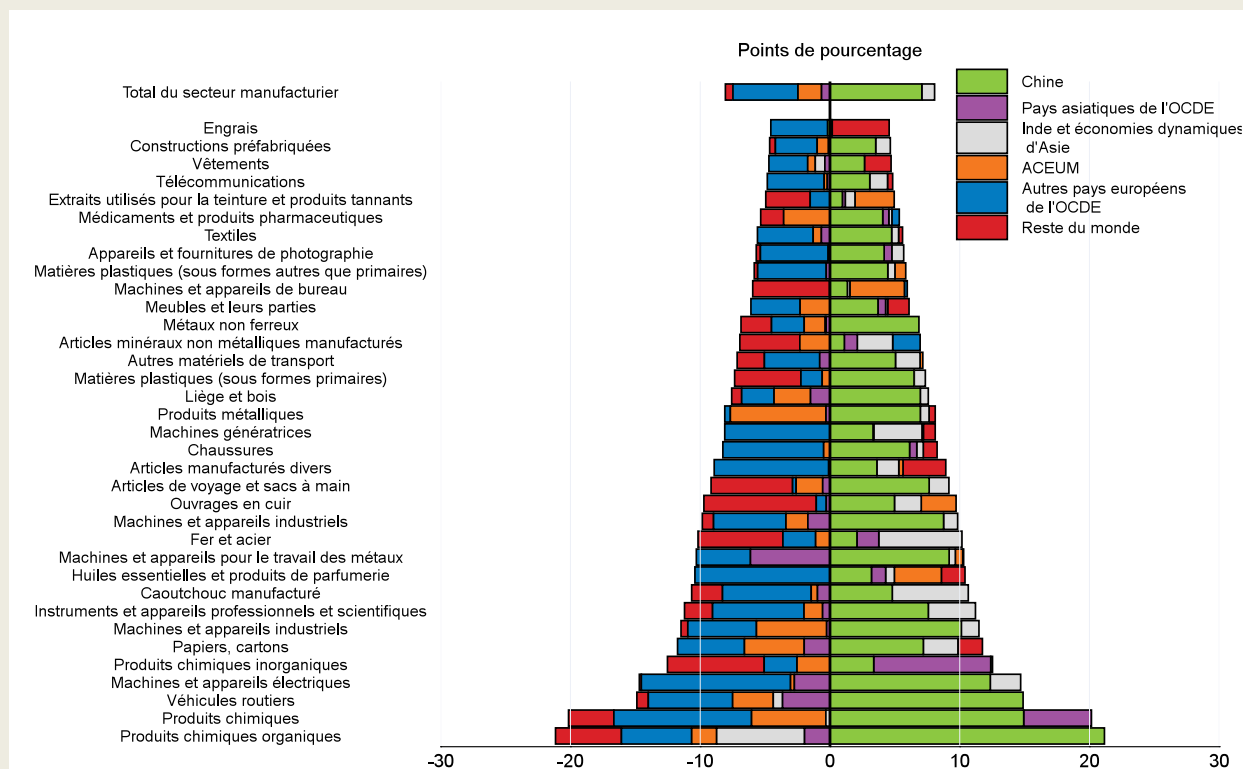
Source : Bureau du recensement des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/m1in4w>

Union européenne

À l'inverse des États-Unis, l'importance de la Chine dans les importations de biens manufacturés hors de l'UE n'a cessé de s'accroître, la part des importations de l'Union européenne passant de 26 % en 2018 à 33 % en 2022. La Chine représente une part croissante des importations de l'UE dans la plupart des catégories de produits, les hausses les plus importantes concernant les machines électriques, les véhicules routiers et les produits chimiques (graphique 1.40). La part des importations en provenance d'économies asiatiques émergentes a aussi généralement progressé, à l'exception des produits chimiques, donnant à penser que la réorientation des importations au sein de l'Asie destinées aux marchés européens est relativement faible.

Graphique 1.40. Évolution de la part des importations manufacturières provenant de l'extérieur de l'UE de 2018 à 2022



Note : Statistiques sur les importations de produits manufacturés basées sur la classification type pour le commerce international (CTCI) d'Eurostat. Les pays asiatiques de l'OCDE regroupent la Corée et le Japon ; les économies dynamiques d'Asie incluent Hong Kong, Chine ; la Malaisie ; les Philippines ; Singapour ; le Taipei chinois ; la Thaïlande et le Viet Nam ; la région ACEUM englobe le Canada, les États-Unis et le Mexique ; les autres pays européens de l'OCDE comprennent l'Islande, la Norvège, le Royaume-Uni, la Suisse et la Turquie ; et le reste du monde regroupe l'ensemble des autres pays non mentionnés ailleurs dans le graphique. La nomenclature des produits manufacturés de l'UE n'inclut pas les produits alimentaires, les boissons et les combustibles.

Source : Eurostat ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/mno5wk>

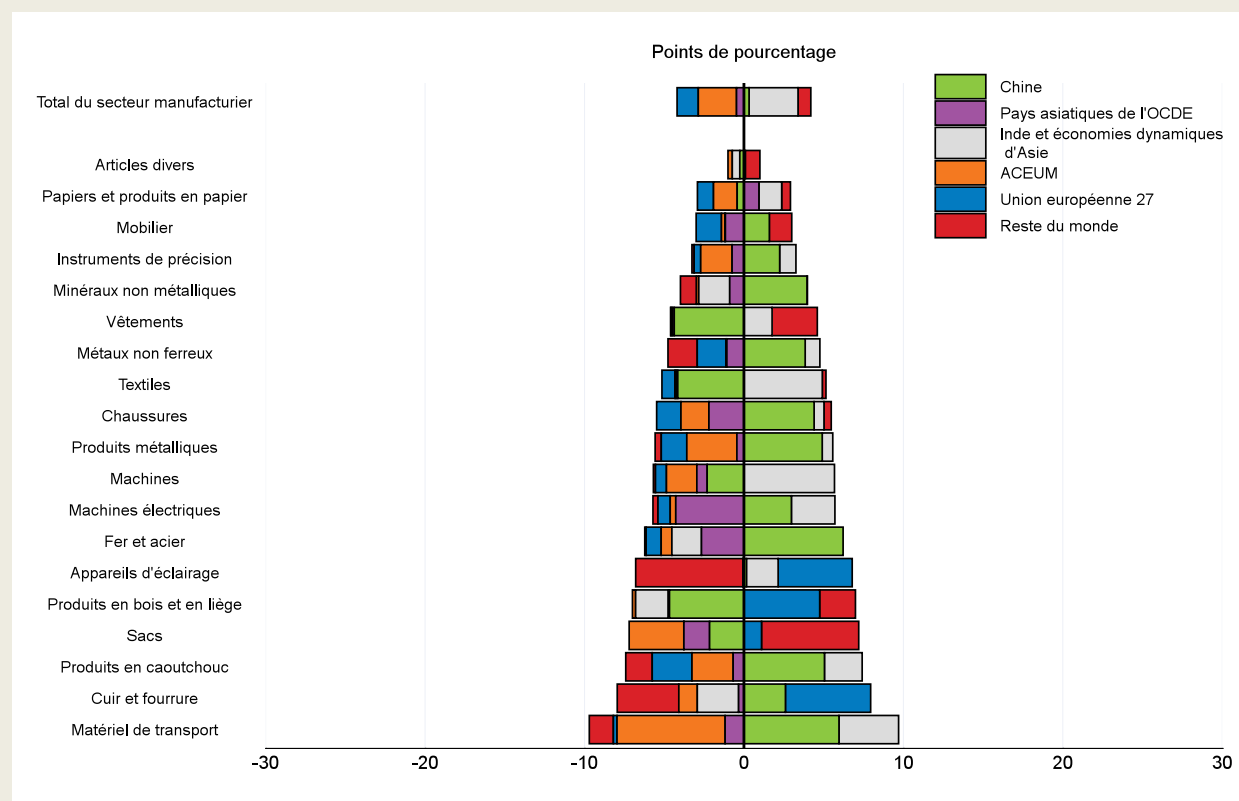
La part des importations de l'UE en provenance d'économies non asiatiques, toutes confondues, a reculé, les plus fortes baisses ayant touché les importations d'autres pays européens de l'OCDE et d'Amérique du Nord. Plus généralement, la part des importations des économies avancées dans l'UE a régressé dans la plupart des catégories de produits, en particulier les produits chimiques, les véhicules routiers et les machines électriques. La part des importations en provenance du Royaume-Uni a aussi nettement reculé au cours des cinq dernières années. Néanmoins, grâce à la forte croissance totale des échanges, les importations en valeur dans l'UE de produits manufacturés venant d'autres pays européens de l'OCDE ont été supérieures de 13 % en 2022 à leur niveau de 2018, et les importations en provenance des États-Unis ont quant à elles gagné 26 %.

Japon

Au Japon, la structure des échanges est beaucoup plus contrastée. La part de la Chine dans les importations totales du secteur manufacturier n'a guère changé de 2018 à 2022 (graphique 1.41). Si cette part a évolué pour un petit nombre de produits manufacturés, cette évolution a été proportionnellement beaucoup plus modeste que celles observées en Europe et aux États-Unis. Les importations provenant d'économies dynamiques d'Asie ne remplacent ni ne complètent clairement les importations chinoises :


elles ont progressé au même rythme que ces dernières pour les équipements de transport, le fer et l'acier et le mobilier. Cela étant, les importations de chaussures et de machines électriques venant de ces pays ont augmenté pendant que la part correspondante de la Chine a baissé. Globalement, la part des importations en provenance de l'UE et de la région ACEUM (États-Unis, Mexique et Canada) a reculé, malgré la hausse de 12 % en valeur des importations de biens manufacturés venus de l'UE depuis 2018 et la progression à la marge des importations en provenance de la région ACEUM.

Graphique 1.41. Évolution de la part des importations manufacturières japonaises de 2018 à 2022



Note : Statistiques sur les importations de produits manufacturés basées sur le Système harmonisé de classification utilisé par l'administration des douanes. Les pays asiatiques de l'OCDE incluent la Corée ; les économies dynamiques d'Asie regroupent Hong Kong, Chine ; la Malaisie ; les Philippines ; Singapour ; le Taipei chinois ; la Thaïlande et le Viet Nam ; la région ACEUM englobe le Canada, les États-Unis et le Mexique ; et le reste du monde regroupe l'ensemble des autres pays non mentionnés ailleurs dans le graphique. La nomenclature japonaise des produits manufacturés n'inclut pas les produits alimentaires, les boissons et les combustibles.

Source : Centre national de la statistique du Japon ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/sbkw5y>

Bibliographie

AIE (2021), *Net Zero by 2050*, Agence internationale de l'énergie, Paris.

AIE (2022), *World Energy Outlook 2022*, Agence internationale de l'énergie, Paris.

Aiyar, S. et al. (2023), « Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism », *IMF Staff Discussion Note*, SDN(2023)/001.

- Anderson, A. et al. (2022), « An Analysis of the Interest Rate Risk of the Federal Reserve's Balance Sheet, Part 2: Projections under Alternative Interest Rate Paths », *FEDS Notes*, Washington, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve, 15 juillet.
- Andrews, D., C. Criscuolo et P. Gal (2016), « The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy », *OECD Productivity Working Papers*, n° 5.
- Arce, Ó., E. Hahn et G. Koester (2023), « How tit-for-tat inflation can make everyone poorer », *Blog de la BCE*.
- Arriola, C. et al. (2020), « Efficiency and Risks in Global Value Chains in the context of COVID-19 », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1637, Éditions OCDE, Paris.
- Banque centrale européenne (2022), *Financial Stability Review*, novembre 2022.
- Banque d'Angleterre (2012), « Exchange of letters regarding the transfer of excess cash from the Asset Purchase Facility to HM Treasury – Exchange of letters between the Governor and the Chancellor », novembre.
- Banque des règlements internationaux (2021), *Quarterly Review*, décembre 2021.
- Banque mondiale (2023), *Global Economic Prospects*, janvier 2023, Washington, D.C.
- Bell, S. et al. (2023), « Why are Central Banks Reporting Losses? Does it Matter? », *BIS Bulletin*, n° 68, 7 février.
- Berestycki, C. et al. (2022), « Measuring and Assessing the Effects of Climate Policy Uncertainty », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1724, Éditions OCDE, Paris.
- Bernanke, B. et M. Gertler (1995), « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, pp. 27-48.
- Bown, C. (2023), « US Imports from China are both Decoupling and Reaching New Highs. Here's How », Peterson Institute of International Economics, mars 2023.
- Caldara, D. et al. (2020), « The economic effects of trade policy uncertainty », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109.
- Calvino, F., C. Criscuolo et R. Verlhac (2020), « Declining Business Dynamism: Structural and Policy Determinants », *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n° 94, Éditions OCDE, Paris.
- Cavalleri, M., B. Cournède et V. Ziemann (2019), « Housing Markets and Macroeconomic Risks », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1555, Éditions OCDE, Paris.
- CBO (2023), *The Budget and Economic Outlook 2023-2033*, Congressional Budget Office, février.
- CE (2023), *European Economic Forecast: Spring 2023*, mai.
- CE (2022), *European Economic Forecast Autumn 2022*, novembre.
- CERS (2022), *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022*, juillet.
- CSF (2022a), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Institutions 2022*, Conseil de stabilité financière.
- CSF (2022b), *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation*, Progress Report, novembre 2022.
- Daly, P. et al. (2023), « The Growing Role of Investment Funds in Euro Area Real Estate Markets: Risks and Policy Considerations », *ECB Macroeconomic Bulletin*, avril.
- Dechezleprêtre, A. et al. (2022), « Fighting Climate Change: International Attitudes Toward Climate policies », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1714, Éditions OCDE, Paris.

- De Loecker J., J. Eeckhout et G. Unger (2020), « The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2.
- De Nederlandsche Bank (2022), « Letter regarding DNB's capital position – September 2022 », 9 septembre.
- Diev, P., Y. Kalantzis et A. Lalliard (2019), « Pourquoi le dynamisme des salaires n'a-t-il pas fait augmenter l'inflation en zone euro ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 225/6, septembre-octobre.
- Égert, B. et P. Gal (2017), « The Quantification of Structural Reforms in OECD Countries: A New Framework », *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2016/1.
- Ehlers, T. et A. Villar (2015), « The Role of Banks », *BIS Papers*, n° 83.
- Eurostat (2023), « Q4 2022: Business bankruptcies highest since 2015 », février.
- Faccia, D., M. Parker et Stracca (2021), « Feeling the Heat: Extreme Temperatures and Price Stability », *Working Paper Series*, n° 2626, Banque centrale européenne.
- FDIC (2022), *2022 Risks Review*, Federal Deposit Insurance Corporation, juin.
- Federal Reserve (2023), *Financial Stability Report*, mai.
- FMI (2023), *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, avril.
- FMI (2022a), *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, octobre.
- FMI (2022b), *External Sector Report*, Fonds monétaire international, août.
- Glover, A., J. Mustre-del-Río et A. von Ende-Becker (2023), « How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation? », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Guillemette, Y. et J. Château (2023), « Long-term Scenarios Update: Incorporating the Energy Transition », *OECD Economic Policy Papers*, à paraître.
- Handley, K. et Limão, N. (2022), « Trade Policy Uncertainty », *Annual Review of Economics*, vol. 14.
- Haskel J. (2023), « What's Driving Inflation: Wages, Profits, or Energy Prices? », Banque d'Angleterre, discours prononcé au Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 25 mai.
- Hermansen, M. et O. Röhn (2017), « Economic Resilience: The Usefulness of Early Warning Indicators in OECD Countries », *OECD Economic Studies*, vol. 2016, n° 1.
- Kabundi, A., J. Yao et M. Mlachila (2022), « How Persistent are Climate-Related Price Shocks? Implications for Monetary Policy », *Documents de travail du FMI*, 28 octobre.
- Kjellberg, D. et M. Åhl (2022), « The Riksbank's Financial Result and Capital are Affected by Higher Interest Rates », *Economic Commentary*, n° 8, Sveriges Riksbank, 4 juillet.
- Lane, P. R. (2023), « The Euro Area Hiking Cycle: An Interim Assessment », discours prononcé le 16 février au National Institute of Economic and Social Research.
- Maravalle, A. et A. Gonzalez Pandiella (2022), « The pass-through of the monetary policy rate into lending rates in Mexico », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1734, Éditions OCDE.
- Mishkin, F. (1996), « The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy », *NBER Working Papers*, n° 5464.
- Novy, D. et A. Taylor (2020), « Trade and Uncertainty », *The Review of Economics and Statistics* 2020, vol. 102, n° 4, pp. 749-765.
- OBR (2022), *Economic and Fiscal Outlook, November 2022*, Office for Budget Responsibility, 17 novembre.
- OCDE (2023a), « *Aiming Better: Government Support for Households and Firms During the Energy Crisis* », *OECD Economic Policy Papers*, n° 32, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2023b), *Economic Policy Reforms 2023: Going for Growth*, Éditions OCDE, Paris, à paraître.
- OCDE (2023c), *OECD Foreign Direct Investment in Figures*, avril 2023.

OCDE (2023d), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, Éditions OCDE, Paris.

OCDE (2023e), « Croissance et bien-être économique : quatrième trimestre 2022, OCDE », OCDE, Paris.

OCDE (2022a), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Volume 2022 Numéro 1, Éditions OCDE, Paris.

OCDE (2022b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Volume 2022 Numéro 2, Éditions OCDE, Paris.

OCDE (2022c), *Concurrence et inflation*, Note de référence pour la table ronde de l'OCDE sur la politique de la concurrence.

OCDE (2018), *Études économiques de l'OCDE : Union européenne 2018*, Éditions OCDE, Paris.

Paul, P. (2022), « When the Fed Raises Rates, Are Banks Less Profitable? », *FRBSF Economic Letter*, décembre.

Schwellnus, C. et al., « Labour Share Developments over the Past Two Decades: The Role of Technological Progress, Globalisation and 'Winner-takes-most' Dynamics », *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 1503, Éditions OCDE, Paris.

Sveriges Riksbank (2022), « Financial Stability Report », novembre.

Weber, I. et E. Wasner (2023), « Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency? », *Economics Department Working Paper Series*, University of Massachusetts Amherst.

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

Les hypothèses concernant les paramètres des politiques budgétaires pour 2023-24 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 de croissance, d'inflation et de salaires. Les projets annoncés par un gouvernement mais pas encore votés par le parlement ont été pris en compte s'il paraît clair qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle qui a été annoncée. On présume que les mesures de soutien liées à l'énergie en place seront maintenues durant une partie ou l'intégralité de 2023-24, lorsque leur prolongation est jugée probable, même si elle n'a pas encore été annoncée. Si une mesure liée à l'énergie s'étale sur plus d'un an, on suppose que son coût budgétaire total est réparti uniformément entre les mois de la période considérée.

On tient compte des dépenses financées par les subventions et prêts accordés dans le cadre de « Next Generation EU (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, autrement dit 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, le solde positif des mesures ponctuelles a été ajouté 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 des obligations souveraines à 10 ans par rapport à leur équivalent allemand demeurent inchangés au cours de la période considérée, à des niveaux proches de ceux observés en mars et en avril 2023.

Les prévisions reposent sur l'hypothèse que les taux de change resteront aux niveaux observés à la date du 12 mai 2023, où le dollar des États-Unis valait 128.8 JPY, 0.96 EUR (ce qui signifie que l'euro valait 1.04 USD) et 6.79 CNY.

Il est supposé que le cours du baril de pétrole brut de référence Brent restera constant à 75 USD jusqu'à la fin de 2024. On pose l'hypothèse que le prix du gaz naturel TTF (Title Transfer Facility) restera constant à 45 EUR/MWh jusqu'à la fin de 2024. On pose l'hypothèse que les prix des autres matières premières resteront inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux moyens d'avril 2023.

Ces projections sont établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 1er juin 2023.

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 très 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 2023 Issue 1

A long unwinding road

Accéder à cette publication :

<https://doi.org/10.1787/ce188438-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2023), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 1 : A long unwinding road*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/44a33df6-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>.